

DIE BEWERTUNG
VON AKTIENGESELLSCHAFTEN
MIT IHREM BÖRSENKURSWERT
EINE THEORETISCHE UND EMPIRISCHE
UNTERSUCHUNG

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung des
akademischen Grades eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften
der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät
der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster

Vorgelegt von
Diplom-Volkswirt HILMAR GÖTZ
aus Norden (Ostfriesland)

1961

DIE BEWERTUNG VON AKTIENGESELLSCHAFTEN
MIT IHREM BÖRSENKURSWERT
EINE THEORETISCHE UND EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG

INAUGURAL-DISSERTATION
zur Erlangung des
akademischen Grades eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften
der
Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät
der Westfälischen Wilhelms-Universität
zu Münster

Vorgelegt von
Diplom-Volkswirt
Hilmar Götz
aus Norden (Ostfriesland)

3/2/
167

1. Berichterstatter: Prof. Dr. S c h n e t t l e r
 2. Berichterstatter: Prof. Dr. M ü l h a u p t
- Dekan: Prof. Dr. G m ü r

Tag der mündlichen Prüfung: 22. Juli 1960

Inhaltsverzeichnis

	Seite
<u>A. Einführung</u>	1
I. Der Börsenkurswert als Hilfwert bei der Bewertung von Unternehmungen	1
II. Charakterisierung des Börsenkurswertes	3
III. Problemstellung und Gang der Untersuchung	5
<u>B. Die Beurteilung des Börsenkurswertes in der Literatur</u>	7
<u>C. Die Brauchbarkeit des Börsenkurswertes für die Bewertung von Unternehmungen</u>	13
I. Die Bedingungen für die Anwendung des Börsen- kurswertes	13
1. Die Bewertung von Unternehmungen unter Berücksichtigung betriebswirtschaftlicher Grundsätze	13
2. Die Anwendung des Börsenkurswertes unter Berücksichtigung betriebswirtschaftlicher Grundsätze	17
II. Die Technik der Preis- bzw. Kursbildung an der Börse	19
III. Die wichtigsten Einflußfaktoren auf den Bör- senkurs der Aktien bei langfristiger Be- trachtung	21
1. Vorbemerkungen	21
2. Rentabilitäts- bzw. Renditeüberlegungen und ihr Einfluß auf den Börsenkurs der Aktien	24
a) Die Kursbildung an der Börse unter dem alleinigen Einfluß der Rentabilität	24

aa)	Der Zusammenhang zwischen Kursbewegung bzw. Kursniveau und Dividende, Risiko und Marktzinsfuß	24
ab)	Dividende und Kurs	26
ac)	Marktzinsfuß und Kurs	31
ad)	Risiko und Kurs	34
ae)	Zusammenfassung	38
b)	Beurteilung des Kursniveaus im Hinblick auf die Bewertung mit dem Börsenkurswert unter besonderer Berücksichtigung der Dividendenpolitik der Gesellschaften	39
ba)	Mögliche Abweichungen zwischen ausgeschüttetem Gewinn und tatsächlich erzieltm Gewinn	39
bb)	Der Zusammenhang zwischen Dividende und erzieltm Gewinn in langfristiger Sicht	44
bc)	Zusammenfassung und Ergebnis	47
c)	Die tatsächlichen Zusammenhänge zwischen Dividende und Kurs in den Nachkriegsjahren	48
ca)	Der Kurs der Aktien mit Dividende und der Kurs der Aktien ohne Dividende	48
cb)	Die Aktienrendite und die Rendite festverzinslicher Wertpapiere	50
3.	Substanz- bzw. Sachwertüberlegungen der Käufer und Verkäufer und ihr Einfluß auf den Börsenkurs der Aktien	53
a)	Allgemeines	53
b)	Begriffliche Abgrenzungen	54
c)	Der Zusammenhang zwischen Substanzwert und Gewinn und seine Bedeutung für die Kursbildung	56
ca)	Der sichtbare Substanzwert als Indiz für die Ertragskraft der Unternehmung	56
cb)	Die Beziehungen zwischen Reingewinn und sichtbarem Substanzwert	56
d)	Der Substanzwert der Unternehmung als Kursbestimmungsfaktor in Zeiten steigender Preise	58
da)	Die Dispositionen des Börsenpublikums in Zeiten steigender Preise	58
db)	Preissteigerungen, Substanzwertsteigerungen und Börsenkurs	59

4. Die Börsenspekulation und ihr Einfluß auf den Kurs der Aktien	61
a) Die Spekulation als selbständiger Kursbestimmungsfaktor	61
b) Die Kursentwicklung unter dem Einfluß der Spekulation	62
ba) Die Bedeutung des Umfanges der spekulativen und der nicht-spekulativen Umsätze für die Kursbildung	62
bb) Die Wirkung der spekulativen Umsätze auf die Kursbildung, isoliert gesehen	62
c) Die Mitläufer und die Spekulation	63
d) Spekulativ bedingte Kursschwankungen und ihre Bedeutung für die Anwendung des Börsenkurswertes	64
5. Die Marktenge an den Börsen und ihr Einfluß auf den Kurs der Aktien	66
a) Die sogen. Marktenge an den Aktienbörsen	66
b) Die Ursachen der Materialknappheit an den Börsen	66
c) Die Bedeutung der Materialknappheit für die Kursbildung an der Börse	69
d) Marktenge und Börsenkurswert	69
IV. Schlußfolgerungen	70
 <u>D. Empirische Untersuchung der Zusammenhänge zwischen dem Börsenkurs der Aktien und den Faktoren, welche die Kursbewegung und gleichzeitig auch den Wert der Unternehmung bestimmen</u>	
I. Einführung	73
II. Methodische Vorbemerkungen	75
1. Die Verhältnisse in der westdeutschen Textilindustrie als Gegenstand der Untersuchung	75
2. Der Untersuchungszeitraum	78
3. Die Auswahl der Gesellschaften	79
4. Die bei der Untersuchung verwendeten Gewinn- und Substanzgrößen und die Auswahl der Kurse	80

5. Der Gang der Rechnung und das Rechen- verfahren	82
III. Die Zusammenhänge zwischen dem Börsenkurs der Aktien und verschiedenen Gewinngrößen bzw. ver- schieden Substanzgrößen (Einfach-Korrelationen)	85
1. Der Zusammenhang zwischen ausgeschüttetem Gewinn und Kurs	85
2. Der Zusammenhang zwischen korrigiertem Handelsbilanzgewinn und Kurs	87
a) Die Gewinnkorrekturen	88
b) Die Ergebnisse der Korrelationsrechnungen	90
3. Der Zusammenhang zwischen Steuerbilanzgewinn und Kurs	92
a) Die Errechnung des Steuerbilanzgewinnes	92
b) Die Korrelationskoeffizienten	97
4. Der Zusammenhang zwischen ausgewiesenem Eigen- kapital und Kurs	98
a) Die Ermittlung des sichtbaren Eigenkapitals anhand der Handelsbilanz	98
b) Die Ergebnisse der Korrelationsrechnungen	101
5. Der Zusammenhang zwischen korrigiertem Eigen- kapital und Kurs	103
a) Die Feststellung des korrigierten Eigen- kapitals	103
b) Die Korrelationskoeffizienten	105
IV. Der Zusammenhang zwischen dem Börsenkurs der Aktien einerseits und dem Steuerbilanzgewinn sowie dem korrigierten Eigenkapital anderer- seits (Zweifach-Korrelationen)	106
<u>E. Zusammenfassung</u>	110
 Literaturverzeichnis	 111

A. Einführung

I. Der Börsenkurswert als Hilfwert bei der Bewertung von Unternehmungen

Die Bewertung von Unternehmungen gehört zu den schwierigsten, aber auch interessantesten Fragen der Betriebswirtschaftslehre. Es handelt sich dabei nicht nur um ein kompliziertes theoretisches Problem, sondern auch um ein Problem von größter praktischer Bedeutung infolge seiner erheblichen finanziellen Tragweite.

Eine Bewertung von Unternehmungen ist nur in wenigen außergewöhnlichen Fällen erforderlich ¹⁾, so z.B. bei einer Fusion, bei Aufnahme neuer oder Ausscheiden alter Gesellschafter, bei Auseinandersetzungen zwischen den Erben einer Unternehmung, ferner bei Entflechtungen, Enteignungen, bei Sachgründungen u.a.m. In allen diesen Fällen kommt es darauf an, den Verkehrswert, den Preis der Unternehmung festzustellen.

1) Bei der Bewertung sind grundsätzlich zwei Anwendungsgebiete mit gesonderter Zwecksetzung zu unterscheiden:

a) Die Bewertung im kaufmännischen Rechnungsapparat, insbesondere in der Kalkulation und in der Jahresrechnung, unter Berücksichtigung handels-, steuer- und preisrechtlicher Vorschriften. Die Wertansätze sind hier zweckabhängig und können von Tageswerten mehr oder weniger unabhängig sein.

b) Die Bewertung bei Umsatz- und Finanzierungsoperationen. Nur hier will der Betriebswirt den "Preis", den Verkehrswert erfassen, unabhängig von handels- oder steuerrechtlichen Vorschriften. Mit diesem Anwendungsgebiet befassen sich die nachfolgenden Ausführungen.

Vgl. hierzu: A. Schnettler, Das Rechnungswesen industrieller Betriebe, 4. Aufl. Wolfenbüttel 1949, S. 37;
derselbe, Betriebsanalyse, 2. Aufl. Stuttgart 1960, S.34

Die Schwierigkeiten bestehen darin, daß es keinen "Markt" im eigentlichen Sinne für Unternehmungen gibt und damit auch keinen Marktpreis. Jede Unternehmung ist ein Gebilde besonderer Art, fast immer sind die Verhältnisse unterschiedlich gelagert. Der Wert der Unternehmung muß deshalb in den meisten Fällen errechnet und zwischen den Parteien ausgehandelt werden.

Ziel der Bewertung ist es, den Wert zu ermitteln, der dem Unternehmen unter Ausschaltung aller subjektiven Bestimmungsgründe beizulegen ist ¹⁾. Es gilt, den allgemeingültigen Wert der Unternehmung zu errechnen, den objektiven Wert ²⁾ oder - anders ausgedrückt - den potentiellen Verkehrswert ³⁾. Dieser Grundsatz schließt nicht aus, daß aus subjektiven Erwägungen heraus vom objektiven Unternehmungswert abgewichen wird. In den meisten Fällen wird sogar der tatsächlich ausgehandelte Preis von dem objektiven Unternehmungswert abweichen.

Bei der Bewertung wird in der Praxis meistens von mehreren Wertungswegen ausgegangen, in der Hauptsache vom sogen. Reinertragswert (Kapitalisierung des durchschnittlich erzielbaren Reinertrages) und vom sogen. Substanzwert (Addition der Tageswerte der einzelnen Wirtschaftsgüter des Betriebes). Aus beiden Werten wird ein Mittelwert errechnet, der als der Wert der Unternehmung bezeichnet wird. Daneben werden bei der Bewertung, wenn möglich, auch noch andere Werte als Vergleichs- bzw. Hilfsgrößen herangezogen, z.B. der Leistungseinheitswert ⁴⁾, technische Werte ⁵⁾ und der Börsenkurswert, der hier untersucht werden soll.

-
- 1) Vgl. F. Gelhausen, Probleme der Bewertung von Unternehmungen, "Die Wirtschaftsprüfung", Jahrgang 1, 1948, Nr. 9, S. 5; ähnlich J. Viel, Der Unternehmungswert, Probleme und Methoden seiner Bestimmung, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957, S. 53 ff, hier S. 56
 - 2) F. Lackmann, Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, Berlin 1955, S. 11
 - 3) J. Viel, Der Unternehmungswert ..., a.a.O., S. 56
 - 4) Vgl. hierzu: E. Schmalenbach, Die Beteiligungsfinanzierung, 8. Aufl. Köln und Opladen 1954, S. 78 ff; A. Schnettler, Betriebsanalyse, 2. Aufl. Stuttgart 1960, S. 76 f.
 - 5) A. Schnettler, a.a.O., S. 76 f.

II. Charakterisierung des Börsenkurswertes

Der Börsenkurswert ist gleich dem Kurswert (Marktpreis) aller Aktien einer Aktiengesellschaft. Er wird ermittelt durch Multiplikation des Börsenkurses mit 1/100 des Nominal- bzw. Grundkapitals der Gesellschaft, vorausgesetzt, daß die Kursnotierung sich nicht wie bei den Kuxen auf das Stück bezieht.

Ein Beispiel soll die Ermittlung des Börsenkurswertes verdeutlichen: angenommen, das Grundkapital einer Aktiengesellschaft betrage DM 2.000.000,-- und der Börsenkurs sei 150 % dann ist der Börsenkurswert

$$\frac{\text{DM } 2.000.000 \cdot 150}{100} = \text{DM } 3.000.000$$

wobei unterstellt wird, daß nur eine Aktienart (Stammaktien) mit einheitlichem Kurs vorhanden ist.

Der Börsenkurswert gibt, falls die Börsenkurse die tatsächliche Entwicklung des Unternehmens widerspiegeln, stets den effektiven Wert des Eigenkapitals der Gesellschaft an unter Berücksichtigung der offenen und stillen Reserven. Das bedeutet im vorliegenden Falle, daß der Unternehmenswert auch dann DM 3.000.000,-- beträgt, wenn offene Rücklagen von mehr als DM 1.000.000,-- in der Bilanz stehen ¹⁾.

Vom Begrifflichen her gesehen ist die Bezeichnung Börsenkurswert nicht ganz korrekt, wenn berücksichtigt wird, daß der Börsenkurs der Aktien der Preis der Aktien an der Börse ist. Korrekterweise könnte nur von einem Börsenkurs der Aktiengesellschaften gesprochen werden. Da sich aber die Bezeichnung Börsenkurswert in Literatur und Praxis eingebürgert

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, 2. Aufl. Stuttgart 1960, S. 73. In diesem Falle wären - vorausgesetzt, daß der Börsenkurs richtig ist - die Aktiva zu hoch bewertet bzw. die Passiva unterbewertet.

hat, soll sie auch im folgenden beibehalten werden.

Folgende Gesichtspunkte sind beim Börsenkurswert zu beachten :

- a) Die Anwendungsmöglichkeiten sind auf bestimmte Unternehmungsformen beschränkt. Der Börsenkurswert kann nur für solche Unternehmungen ermittelt werden, die Anteils-papiere ausgegeben haben, welche an der Börse, also auf einem geregelten Markt, gehandelt werden. Praktisch kommt daher der Börsenkurswert nur für Aktiengesellschaften und für Kommanditgesellschaften auf Aktien in Frage, deren Aktien zum amtlichen Börsenhandel zugelassen sind und regelmäßig gehandelt werden.
- b) Die Anwendung des Börsenkurswertes ist praktisch nur möglich, wenn lediglich eine Aktienart mit einheitlichem Kurs vorhanden ist. Hat ein Unternehmen mehrere Aktienarten (Stamm- und Vorzugsaktien, z.B. Vorzugsaktien mit prioritätischer Dividende), so muß für die verschiedenen Aktienarten ein einheitlicher Kurs bestehen, wenn der Börsenkurswert zur Anwendung kommen soll ¹⁾.
- c) Der Börsenkurswert hat, wie schon eingangs ausgeführt, vornehmlich als Hilfs- bzw. Vergleichswert bei der Bewertung von Aktiengesellschaften Bedeutung. Eine Bewertung allein mit dem Börsenkurswert ist demgegenüber wenig sinnvoll, da der Börsenkurs nicht alle betriebsindividuellen Fakten berücksichtigen kann. Als Hilfs- bzw. Vergleichswert kann der Börsenkurswert, falls in den Kursen die Entwicklung des Unternehmens tatsächlich zum Ausdruck kommt, brauchbare Anhaltspunkte für die Bewertung bieten.

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 73

III. Problemstellung und Gang der Untersuchung

Die Frage, die in der vorliegenden Untersuchung behandelt werden soll, lautet: ist der Börsenkurswert ein brauchbarer Anhaltspunkt für die Bewertung von Aktiengesellschaften, stimmt der Verkehrswert einer Aktiengesellschaft mit dem Kurswert sämtlicher Anteile der Gesellschaft überein ?

Die Untersuchung soll zugleich ein Beitrag sein zu der Frage der Charakterisierung bzw. Einordnung des Börsenkurswertes. Ist der Börsenkurswert praktisch ein fertiger Reinertragswert, wie es vielfach in der Literatur ¹⁾ behauptet wird ? Oder ist der Börsenkurswert ein Veräußerungswert ²⁾, der sowohl den Ertragswert als auch den Substanzwert berücksichtigt ?

Voraussetzung für die Beantwortung dieser Fragen ist, daß Klarheit besteht über die theoretischen Bedingungen, die gegeben sein müssen, wenn eine Bewertung mit dem Börsenkurswert sinnvoll sein soll. Diese Bedingungen sollen im folgenden aus den von der Betriebswirtschaftslehre für die Bewertung von Unternehmungen aufgestellten Grundsätzen abgeleitet werden (Teil C, Abschnitt I).

Sodann ist zu prüfen, ob und inwieweit diese Bedingungen in der Praxis tatsächlich gegeben sind. Zu diesem Zweck soll zunächst die Technik der Kursbildung an der Börse (Teil C, Abschnitt II) und daran anschließend die Frage untersucht werden, welche Faktoren im einzelnen den Börsenkurs der Aktien beeinflussen (Teil C, Abschnitt III). Dabei soll insbesondere

1) Vgl. z.B. A. Schnettler, Betriebsanalyse, 1. Aufl. Stuttgart 1958, S. 38; ferner K. Sewering, Der Kapitalverkehr, Essen 1956, S. 140, der den Börsenkurswert als Barwert aller geschätzten Zukunftserträge definiert; ferner F. Leitner, Wirtschaftslehre und Unternehmung, Berlin und Leipzig 1926, S. 187, nach dessen Ansicht der Börsenkurswert wirtschaftlich gesehen Ausdruck einer kapitalisierten Rente, also ein Ertragswert ist.

2) K. Hax, Die langfristigen Finanzdispositionen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften (HdW), Bd. I, 1958, S. 453 ff, hier S. 532

darauf geachtet werden, welche Faktoren nur den Börsenkurs und welche zugleich auch den Verkehrswert der Unternehmung bestimmen.

Da die Aufzählung der Kursbildungsfaktoren allein nicht ausreicht - denn es kommt auch darauf an zu zeigen, welches Gewicht den einzelnen Faktoren beizumessen ist - soll die theoretische Untersuchung durch eine praktische Analyse anhand von Beispielen aus der Textilindustrie ergänzt werden (Teil D). Hierbei sollen zunächst die Zusammenhänge zwischen verschiedenen Gewinn- bzw. Substanzgrößen und verschiedenen Kursdurchschnitten isoliert für sich untersucht werden (Einfach-Korrelationen; Teil D, Abschnitt III). Daran anschließend sollen die Beziehungen zwischen Gewinn- und Substanzgrößen einerseits und verschiedenen Kursdurchschnitten andererseits gemessen werden (Zweifach-Korrelationen; Teil D, Abschnitt IV).

B. Die Beurteilung des Börsenkurswertes in der Literatur

Der Börsenkurswert ist in der Literatur der letzten 50 Jahre nur vereinzelt erörtert worden. Es gibt, soweit das heute zu übersehen ist, keine umfassende Darstellung des Börsenkurswertes, seiner Anwendungsmöglichkeiten, seiner Aussagekraft usw. Nur bei wenigen betriebswirtschaftlichen Autoren finden sich diesbezüglich einige Ausführungen. Wohl gibt es im Schrifttum zahlreiche Untersuchungen - teils auch statistisch-praktischer Art (z.B. von Prion ¹⁾, Donner ²⁾, Herrmann ³⁾) - über die Kursbildung an der Börse, doch hängen diese Untersuchungen mit dem Börsenkurswert nur indirekt zusammen.

Die wenigen Äußerungen in der Literatur zum Börsenkurswert sind im allgemeinen recht knapp gehalten. Man begnügt sich meistens mit der Aufzählung von Argumenten, die für und gegen die Anwendung des Kurswertes sprechen. Eine statistische Untersuchung anhand von praktischem Material fehlt.

Von keinem Autor wird die Brauchbarkeit des Börsenkurswertes für die Bewertung von Unternehmungen uneingeschränkt bejaht. Doch lassen sich hinsichtlich der Beurteilung des Börsenkurswertes einige graduelle Unterschiede feststellen. Einige Autoren lehnen die Bewertung mit dem Börsenkurswert gänzlich ab, andere billigen dem Börsenkurswert demgegenüber eine gewisse Bedeutung zu.

1) W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 1. Aufl. Leipzig 1910, 2. Aufl. Berlin 1929

2) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, "Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung", Sonderheft 36, Berlin 1934

3) K. Herrmann, Die Statistik der Börsenwerte der Aktien, "Wirtschaft und Statistik", 8. Jahrgang NF, Heft 4, April 1956, S. 188 ff.

Abgelehnt wird die Bewertung mit dem Börsenkurswert u.a. von Brinckmann, Fain, Herrmann, Mellerowicz, Münstermann und Walther.

Brinckmann ¹⁾ schreibt: "Auch dieser Wert (der Börsenkurswert, d. Verf.) hat trotz seiner Entstehung aus Angebot und Nachfrage nicht das geringste mit einem objektiven Wert zu tun. Das erhellt schon aus der einfachen Tatsache, daß man bei dem einen Papier von einem zurückgebliebenen Kurs, bei dem anderen Papier von einem überhöhten Kurs spricht. Ebenso wird vom 'inneren' Wert einer Aktie (Substanzwert) oder von der Rendite einer Aktie (Ertragswert) gesprochen" . . . "Wir wollen nur einige Gründe für die Börsenbewertung aufzählen: Phantasie, Vorliebe für eine aktionärsfreundliche Verwaltung, Mißtrauen, Interessenkäufe usw. usw. bis hin zu den unwahrscheinlichsten Gründen. Aber immer sind diese Gründe subjektiv und keineswegs aus objektiven Erwägungen abgeleitet. Völlig zerstört wird der Traum vom objektiven Charakter des Kurswertes durch die Tatsache von Haussen und Baissen an der Börse, von denen kein Papier unberührt bleibt."

Fain ²⁾ befaßt sich mit dem Börsenkurswert im Zusammenhang mit Bewertungsfragen bei Fusionen und kommt zu dem Ergebnis, daß der Börsenkurswert nicht zugrunde gelegt werden dürfe. Es komme bei Fusionen auf die dauernden Vorteile an, welche sie beiden Parteien bringe, "die demzufolge logischerweise die normalen, verhältnismäßig dauerhaften Werte, die man den beiden Gesellschaften zuerkennen kann und nicht die an der Börse gehandelten Aktienwerte in Betracht ziehen müssen, da diese Kurse tagtäglich dem Einfluß der Verkaufsspekulation, durch die die Werte springen, unterworfen sind".

1) F. Brinckmann, Illusionen bei der Unternehmens-Bewertung, "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jahrgang 1955, 2. Halbjahr, S. 746 ff, hier S. 747

2) B. Fain, Korreferat zum Thema : Der Unternehmungswert, Probleme und Methoden seiner Bestimmung, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957, S. 78 ff, hier S. 88

Herrmann ¹⁾ äußert sich zum Börsenkurswert wie folgt:
"Daß mit dem Börsenkurswert ein objektiver Maßstab für den Wert des Unternehmens selbst nicht geboten ist, kann als bekannt unterstellt werden. Die in den Kursnotierungen zum Ausdruck kommende börsenmäßige Bewertung kann von dem tatsächlichen Substanzwert der Gesellschaft erheblich abweichen. Dies gilt nicht nur für die Einzelfälle, in denen Sonderbewegungen (Aufkäufe zum Erwerb von Majoritäten oder Sperrminoritäten) zu Kursen führen, die nicht von der Bewertung des Gesamtunternehmens, sondern der zugekauften Spitzenbeträge ausgehen. Die Börsenbewertung kann vor allem nicht mit dem Substanzwert der Gesellschaft übereinstimmen, wenn in ihr der Dividenden-Ertrag der Aktie stärker zur Wirkung kommt und dieser zugleich erheblich hinter der tatsächlichen Ertragskraft der Unternehmung zurückbleibt. Überhaupt können die Motive für Angebot und Nachfrage so vielförmig sein, daß Ertragswert und Substanzwert mehr in die Rolle eines Rechtfertigungs- als eines Bestimmungsgrundes der Aktienkurse gedrängt werden. "

Nach Ansicht von Mellerowicz ²⁾ ist der Börsenkurs nur ein sehr unvollkommener Maßstab für den Wert einer Unternehmung. Er führt dafür folgende Gründe an:

" 1. Die Unternehmung ist ein langfristiges, der Besitz von Aktien ein kurzfristiges Risiko. Zufolgedessen ist der Wert der Unternehmung als Ganzes geringer als der Wert der Aktienverkäufe.

2. Der Börsenkurs wird nicht vom Ertrag, sondern von der Dividende beherrscht. Je weniger Dividende ausgeschüttet wird, desto höher steigt der innere Wert der Unternehmung. Diese Wertsteigerung kann aber im Börsenkurs nur unvollkommen zum Ausdruck kommen. Es besteht nur eine Tendenz zur Anpassung des Börsenkurses an die tatsächliche Ertragsfähigkeit der Unternehmung.

1) K. Herrmann, Die Statistik der Börsenwerte der Aktien, "Wirtschaft und Statistik", 8. Jahrgang NF, Heft 4, April 1956, S. 188 ff, hier S. 190.

2) K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952, S. 135

3. Es ist auch unreal anzunehmen, daß der Börsenkurs mit dem inneren Wert der Unternehmung bei geringer Dividendenausschüttung steigen wird. Denn hierdurch würde die ohnehin aufgrund der geringen Ausschüttung niedrige Verzinsung der Papiere noch weiter herabgedrückt werden, da sich die effektive Verzinsung nach dem Verhältnis von Börsenkurs und Dividende richtet.

4. Der Börsenkurs wird von spekulativen und politischen Momenten beeinflußt.

5. Der Börsenhandel umfaßt nur einen kleinen Teil der Aktien der Unternehmung. Ein großer Teil erscheint nicht auf dem Markt, weil er als sichere Kapitalanlage betrachtet wird."

Münstermann ¹⁾ vertritt folgende Auffassung: "Die Bewertung ganzer Unternehmen nach den Börsenkursen ihrer Aktien ist wegen der Kursfestsetzung aufgrund des Umsatzes verhältnismäßig weniger Aktien, wegen der Erzielung fast immer höherer Preise beim Verkauf eines großen Aktienpaketes und wegen der Börsenstimmungen unterliegenden Kursgestaltung sehr problematisch."

Walther ²⁾ schreibt: "Wir halten den Börsenkurs nicht für geeignet, um auf den Wert einer Unternehmung zu schließen, denn schließlich ist er doch ein Zufallsprodukt aus den für einen Tag vorliegenden Kauf- und Verkaufslimiten . . . Es kommt darauf an, ein wie großer Teil aller Aktien einer Unternehmung und wieviel Aktien überhaupt am gleichen Tag zu kaufen oder zu verkaufen gesucht werden. Wenn zehn gleiche Aktien zum Verkauf angeboten werden, ist die mindernde Wirkung auf den Kurswert sicher viel geringer als wenn 100 oder mehr Aktien angeboten werden. Im großen und ganzen ist meistens nur ein ganz geringer Teil der Aktien einer Unternehmung im Handel, und es sind vielfach die gleichen Posten, die

1) H. Münstermann, Artikel: Bewertung ganzer Unternehmen, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft (HWB), 3. Aufl. 1958, Erster Band, Sp. 1059 ff., hier Sp. 1061

2) A. Walther, Einführung in die Wirtschaftslehre der Unternehmung, 2. Bd., Die Unternehmung, Zürich 1953, S. 113 f.

immer wieder umgesetzt werden. Der Börsenkurs ihrer Aktien ist also kein Maßstab für die Bewertung einer Unternehmung, jedenfalls nur ein sehr roher."

Eine gewisse Bedeutung für die Bewertung von Unternehmungen wird dem Börsenkurswert demgegenüber von Hax, Neumann und Schnettler zuerkannt.

Hax ¹⁾ führt z.B. aus: "Bei Aktiengesellschaften ergibt sich eine gewisse Bewertungsmöglichkeit über den Börsenkurs der Aktien. Man kann mit Hilfe des Börsenkurses den gesamten Kurswert aller Anteile einer Gesellschaft errechnen und so feststellen, wie hoch die Aktienkäufer den Gesamtwert der Gesellschaft einschätzen. Allerdings handelt es sich hier nur um einen Hilfwert, der nur begrenzt verwendbar ist. Der Börsenkurs bezieht sich immer nur auf einzelne Anteile. Der Wert eines Paketes, das dem Käufer beherrschenden Einfluß auf ein Unternehmen verschafft, ist im allgemeinen wesentlich höher zu veranschlagen als die Summe der Einzelwerte. Außerdem richtet sich der Börsenkurs weniger nach den erzielten Gewinnen als nach den zu erwartenden Gewinnausschüttungen."

Neumann ²⁾ hält eine Bewertung mit dem Börsenkurswert für möglich, fügt aber hinzu, daß der Börsenkurswert allein nicht ausreiche. "Die Höhe der von einer Gesellschaft verteilten Netto-Dividenden entspricht bei weitem nicht immer der wirklichen Rentabilität, weil die Ausschüttungen vor allem durch die in Rücklage genommenen Gewinne beeinflusst werden. Börsennotierungen hängen weit mehr von der Höhe der verteilten und voraussichtlichen Dividenden als von der Höhe des wirklichen Gewinnes ab, über den der Aktionär in

1) K. Hax, Die langfristigen Finanzdispositionen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften (HdW), Bd. I, 1958 S. 453 ff, hier S. 532; derselbe, Repetitorium: Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, "Betriebswirtschaftliche Beiträge", herausgegeben von Schmalenbach, 2. Lieferung, Febr. 1948, S. 40

2) H. Neumann, Diskussionsbeitrag zum Korreferat Fain, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957, S. 97 ff, hier S. 101

der Praxis durchaus nicht immer genau informiert ist. Darüber hinaus ist der Kurs einer Aktie besonders empfindlich für die Entwicklung der Konjunktur des Wirtschaftszweiges, in dem das Unternehmen tätig ist. Ist diese Konjunktur besonders günstig oder ungünstig, so läßt sich die Marktsituation nicht immer richtig voraussehen, wenn z.B. Massenpsychosen sich geltend machen. Außerdem kann der mittlere Börsenkurs eine sehr unterschiedliche Gewichtigkeit besitzen, je nachdem, ob es sich um einen sehr breiten oder engen Markt handelt."

Schnettler ¹⁾ unterscheidet bei der Untersuchung des Börsenkurswertes zwischen Kursbildungsfaktoren, die zugleich auch für den Verkehrswert eines Unternehmens maßgebend sind, und Kursbildungsfaktoren, die zwar auf die Kursbildung entscheidenden Einfluß haben können, aber in keiner Beziehung zum Wert des Unternehmens stehen. Er schreibt ²⁾: "Gewiß ist der Börsenkurswert für die Verkehrswertermittlung eines Unternehmens nur bedingt brauchbar. Der Börsenkurs wäre eine brauchbare Ermittlungsgrundlage, wenn vorausgesetzt werden könnte, daß bei der Kursbildung nur solche Faktoren Einfluß hätten, die den Verkehrswert eines wirtschaftlichen Organismus bestimmen, nicht aber Einflüsse, die zwar für die Kurse maßgeblich, aber keine Bestimmungsgrößen des Verkehrswertes sind. Je mehr letztere Faktoren auf die Höhe der Kurse Einfluß haben, umso weniger ist der Börsenkurswert ein Ausdruck für den Verkehrswert eines Betriebes." Nur dann, wenn die Kursbildungsfaktoren, die in keiner Beziehung zum Wert des Unternehmens stehen, keine Bedeutung haben, "dürfte für die Verkehrswertermittlung der Börsenkurs als Hilfsgröße (Vergleichswert) brauchbar sein ³⁾."

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, 2. Aufl. Stuttgart 1960, S. 73 ff.

2) A. Schnettler, a.a.O., S. 74

3) A. Schnettler, a.a.O., S. 75

C. Die Brauchbarkeit des Börsenkurswertes für die
Bewertung von Unternehmungen

I. Die Bedingungen für die Anwendung des
Börsenkurswertes

1.) Die Bewertung von Unternehmungen unter Berücksichtigung betriebswirtschaftlicher Grundsätze

Der Unternehmungswert kann im allgemeinen nicht auf direktem Wege festgestellt werden, weil ein "Markt" für Unternehmungen nicht besteht und damit auch kein Marktpreis. Der Unternehmungswert kann nur - wie schon eingangs gesagt - auf indirektem Wege ermittelt werden, nämlich durch Schätzung.

Diese Schätzung ist durch folgende Problematik gekennzeichnet: ¹⁾

1. Die Unternehmung ist ein Wirtschaftsorganismus, eine wirtschaftliche Einheit ²⁾. Die betrieblichen Leistungs-

1) Vgl. K. Hax, Die langfristigen Finanzdispositionen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften (HdW), Bd.I, 1958, S. 453, hier S. 515 f; K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952, S. 9; F.Lackmann, Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, Berlin 1955, S. 9; A. Schnettler, Betriebsanalyse, 2. Aufl. Stuttgart 1960, S. 59 ff; derselbe: Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, "Die Wirtschaftsprüfung", Jahrgang 1, 1948, Nr. 7, S. 13 ff; derselbe: Der Zins im Wirtschaftsbetrieb, 2. Aufl. Stuttgart 1939, S. 87 ff.

2) Vgl. hierzu besonders: A. Schnettler, Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, "Die Wirtschaftsprüfung", a.a.O., S. 13

faktoren ¹⁾ sind zur Erreichung des Unternehmungszweckes sinnvoll zusammengefügt und so aufeinander abgestimmt, daß eine gegenseitige harmonische Ergänzung stattfindet. Durch ihr Zusammenwirken soll der übergeordnete Unternehmungszweck seine rationelle Erfüllung finden.

2. Der Wert der Unternehmung wird - wenn von soziologischen, politischen oder sonstigen außerwirtschaftlichen Faktoren abgesehen wird - in der heutigen Wirtschaftsverfassung, bei rein wirtschaftlicher Betrachtung, von dem zukünftigen wirtschaftlichen Nutzen, d.h. vom zukünftigen Reinertrag bzw. Gewinn, bestimmt ²⁾. Für die Bewertung von Unternehmungen ist allein maßgebend, welcher Gewinn in Zukunft in der Unternehmung erwartet werden kann. Es kommt nicht darauf an, welches Kapital bisher in der Vergangenheit investiert worden ist oder welche Gewinne bisher erzielt worden sind ³⁾, sondern allein darauf, welche Erträge bzw. Gewinne in Zukunft erwartet werden können.

Diese beiden Gesichtspunkte müssen bei der Bewertung von Unternehmungen berücksichtigt werden. Daß außerdem die Bewertung nach objektiven Gesichtspunkten vorgenommen werden muß und daß bei der Bewertung die Tatsache berücksichtigt werden muß, daß in jeder Unternehmung die Verhältnisse besonders gelagert sind, versteht sich von selbst ⁴⁾.

Der Wertungsweg, der beiden Gesichtspunkten in vollem Umfang Rechnung trägt, ist der sogen. Ertragswert bzw. Rein-

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 374, nennt folgende drei Faktoren: a) die dispositive Arbeit (Betriebsleitung); b) die ausführende Arbeit und c) das Kapital.

2) Vgl. K. Hax, a.a.O., S. 515; K. Mellerowicz, a.a.O., S. 19 und 47; A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 66 f, S. 72;

3) E. Schmalenbach, Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 36

4) F. Lackmann, a.a.O., S. 10/11, stellt diese Gesichtspunkte als besondere Grundsätze für die Unternehmensbewertung heraus.

ertragswert ¹⁾. Der Reinertragswert beruht auf der Diskontierung der zukünftigen Reinerträge (Gewinne) auf den Bewertungsstichtag. Dadurch, daß er die zukünftigen Gewinne zugrundelegt, berücksichtigt er die zukünftigen Nutzungen. Dadurch, daß er vom Gewinn der Unternehmung ausgeht, der durch das Zusammenwirken aller Leistungsfaktoren erwirtschaftet wird, berücksichtigt er den Gesichtspunkt, daß die Unternehmung ein Organismus ist.

Daraus folgt, daß nur der Reinertragswert ²⁾ die theoretisch allein richtige Wertermittlungsmethode für die Bewertung von Unternehmungen ist. Allen Bewertungswegen, die von den isolierten Vermögensteilen ausgehen, die also den Wert der Unternehmung durch Addition von Einzelwerten ermitteln wollen, kann aus obigen Gründen nur begrenzte Bedeutung zugemessen werden. Hierzu gehören beispielsweise die Buch- bzw. Bilanzwerte, die Tageswerte ³⁾ und einige Werte, die von technischen Maßstäben ausgehen, wie Gewichtswerte, Raumwerte usw. ⁴⁾

1) Bezüglich Errechnung des Reinertragswertes sei auf das umfangreiche Schrifttum verwiesen, z.B. K. Hax, Handbuch der Wirtschaftswissenschaften (HdW), a.a.O., S.516 ff; K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 97; E. Schmalenbach, Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 54; A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 64 ff; derselbe, Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, a.a.O., S. 14; derselbe: Der Zins im Wirtschaftsbetrieb, a.a.O., S. 87 ff.

2) evtl. auch der Leistungseinheitswert sowie der Rohertragswert als "Abart des Reinertragswertes" (Schnettler), weil auch diese Wertungswege das "Prinzip der wirtschaftlichen Einheit als Ganzes" berücksichtigen. Vgl. den Überblick über die unterschiedlichen Wege zur Ermittlung des Verkehrswertes von Betrieben bei: A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 59 ff.

3) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 61 ff.

4) A. Schnettler, a.a.O., S. 76

Daß der Ertragswert theoretisch die einzig richtige Wertermittlungsmethode ist, wird heute von niemandem bestritten¹⁾. Einmütigkeit besteht auch darüber, daß die Ermittlung des Ertragswertes schwierig und mit großen Unsicherheiten verbunden ist, so vor allem wegen der Schwierigkeiten der Schätzung des Zukunftsertrages und der Festsetzung des Kapitalisierungszinsfußes²⁾. Aus praktischen Erwägungen heraus werden deshalb neben dem Ertragswert auch andere Wertungswege, in erster Linie der Substanzwert, bei der Unternehmenswertermittlung mit herangezogen und berücksichtigt.

Die Meinungen in Literatur und Praxis gehen aber auseinander hinsichtlich des Ausmaßes der Berücksichtigung des Substanzwertes bzw. hinsichtlich der wertbildenden Bedeutung des Ertragswertes³⁾. Nach Ansicht von Mellerowicz ist der Substanzwert lediglich Hilfswert für die Ermittlung des Ertragswertes, eine Kontroll- und Vergleichsgröße mit Maßstabsfunktion für den Ertragswert⁴⁾. Der Substanzwert wird bei der Ermittlung des Unternehmungswertes nur indirekt, nämlich als Hilfswert bei der Errechnung des Ertragswertes, heran-

-
- 1) Vgl. neben der bereits angeführten Literatur ferner: Der Unternehmungswert - Probleme und Methoden seiner Bestimmung, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957, S. 53 ff. Die dort veröffentlichten Referate, Korreferate und Diskussionsbeiträge vermitteln einen guten Überblick über den gegenwärtigen Stand der Diskussion, vor allem auch über die Bewertungspraxis.
 - 2) Vgl. hierzu u.a. K. Hax, Handbuch der Wirtschaftswissenschaften (HdW), a.a.O., S. 519 u. 521 f; K. Mellerowicz, Die Bewertung von Betrieben als Ganzes, a.a.O., S. 50 ff und 73 ff; E. Schmalenbach, Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 40 ff und S. 50 ff; Probleme des Rechnungswesens, a.a.O., S. 65 ff und 83 ff; A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 66 f; derselbe, Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, a.a.O., S. 14/15
 - 3) Vgl. hierzu die Darstellung der verschiedenen Bewertungstheorien bei: F. Lackmann, Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, Berlin 1955
 - 4) K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 21 und 226

gezogen. Der Unternehmungswert ist und bleibt der Ertragswert ¹⁾.

Die Ansichten Schmalenbachs und seiner Schüler laufen demgegenüber darauf hinaus, daß der Ertragswert praktisch nicht mehr allein maßgebend ist. Vielmehr wird der Unternehmungswert aus der Konkurrenz von Ertragswert und Substanzwert ermittelt ²⁾. Der Substanzwert beeinflusst direkt den Unternehmungswert, sehr stark bei der sogen. "Methode der Mittelwertbildung", in abgeschwächter Form bei der sogen. "Methode der Mehrwertabschreibung" ³⁾.

Dieser letzten Meinung hat sich fast das gesamte Schrifttum und die Bewertungspraxis angeschlossen. Nach allgemeiner Ansicht ist der Wert der Unternehmung aus dem Ertragswert und dem Substanzwert zu ermitteln. Gewisse Unterschiede bestehen lediglich hinsichtlich des rechnerischen Vorgehens in Bezug auf Substanzwert und Ertragswert bei der Unternehmenswertermittlung. So wird der Unternehmungswert teils als Mittelwert aus Substanzwert und Ertragswert errechnet, teils wird dem Ertragswert, teils dem Substanzwert ein größeres Gewicht beigemessen ⁴⁾.

2.) Die Anwendung des Börsenkurswertes unter Berücksichtigung betriebswirtschaftlicher Grundsätze

Aus den obigen Ausführungen über die Bewertung von Unternehmungen nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen lassen sich für die Anwendung des Börsenkurswertes folgende Bedingungen ableiten :

-
- 1) K. Mellerowicz, a.a.O., S. 19, 21, 226. Mellerowicz hat diese Konzeption allerdings in seinem Buch nicht konsequent durchgehalten, vgl. z.B. die Rechenbeispiele auf S. 156 ff.
 - 2) E. Schmalenbach, Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 60 ff. und 69 ff.
 - 2) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 85 f.
 - 4) Ein sehr guter Überblick über die verschiedenen rechnerischen Methoden der Unternehmenswertermittlung findet sich bei: K. Käfer, Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung, Zürich 1946, S. 71 ff.

a) Da die Bewertung mit dem Ertragswert bzw. Reinertragswert theoretisch als der einzig richtige Weg zur Ermittlung des Verkehrswertes einer Unternehmung anzusehen ist, kann der Börsenkurswert nur dann als theoretisch einwandfreier Wert betrachtet werden, wenn der Börsenkurs der Aktien sich nach dem zukünftigen Reinertrag bzw. Gewinn der Unternehmungen unter Berücksichtigung des Marktzinsfußes und der Risiken richtet. Nur wenn zwischen der Ertragsentwicklung in den Unternehmungen, dem Zinsniveau und den Risiken und der Entwicklung des Börsenkurses ein enger Zusammenhang besteht, kann der Börsenkurswert als brauchbarer Wert für die Bewertung von Unternehmungen angesehen werden. Nur unter diesen Bedingungen ist der Börsenkurswert ein "fertiger Reinertragswert".

Unter Ertrag bzw. Gewinn ist dabei der tatsächlich erzielte Gewinn, d.h. der nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen ermittelte Gewinn zu verstehen, unter Berücksichtigung genauer Periodenabgrenzung, marktnaher Bewertung, richtiger Bemessung von Abschreibungen, angemessener Dotierung von Rückstellungen, Beseitigung von Bilanzfrisuren usw. ¹⁾

b) Da der rechnerische Verkehrswert der Unternehmung in der Bewertungspraxis im allgemeinen unter Berücksichtigung von Ertragswert und Substanzwert ermittelt zu werden pflegt, kann der Börsenkurswert nur dann als praktisch brauchbarer Wert für die Bewertung von Unternehmungen angesehen werden, wenn ein Zusammenhang zwischen Gewinn und Substanzwert der Unternehmungen einerseits und dem Börsenkurs der Unternehmungen andererseits besteht.

Unter Substanzwert ist dabei der Tageswert der betriebsnotwendigen Vermögensteile abzüglich des Fremdkapitals zu verstehen, d.h. der Tageswert des investierten Eigenkapitals unter Berücksichtigung evtl. stiller Reserven.

1) Vgl. K. Hax, Handbuch der Wirtschaftswissenschaften (HdW), a.a.O., S. 519 f; A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 66 f.

In den folgenden Ausführungen ist also zu untersuchen, ob ein Zusammenhang zwischen Gewinn bzw. Substanzwert einerseits und Börsenkurs andererseits besteht.

II. Die Technik der Preis- bzw. Kursbildung an der Börse

Nach § 29 des Börsengesetzes vom 22.6.1896 sind die Personen, die den Börsenkurs ermitteln, d.h. die öffentlich bestellten Kursmakler, gehalten, den Kurs so festzusetzen, daß er der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht ¹⁾. Der Vorgang der Kursbildung soll im folgenden an einem Beispiel demonstriert werden ²⁾.

Angenommen, dem Kursmakler lägen an einem bestimmten Börsen- tag folgende Aufträge seitens verschiedener Banken bezüglich der Aktien einer bestimmten Gesellschaft vor:

Käufe (Geld)	Kurs	Verkäufe (Brief)	Kurs
5.000	billigst	2.000	bestens
6.000	127	4.000	126
1.000	126 1/2	5.000	126 1/2
6.000	126	7.000	127
5.000	125 1/2	2.000	127 1/2

Mit Ausnahme der "Billigst"- und "Bestens"-Orders hat jeder Interessent angegeben, bis zu welchem Kurs er allenfalls gewillt ist zu kaufen bzw. zu verkaufen ³⁾. So ist z.B. der Auftraggeber, der für DM 6.000,-- einen Kaufauftrag zum Kurs

1) G. Obst - O. Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, Stuttgart 1951, S. 584

2) Das Beispiel wurde entnommen aus: Das Fischer-Lexikon, Bd. 8, Wirtschaft, herausgegeben von H. Rittershausen, 1958, S. 87 ff.

3) Vgl. im folgenden: Fischer-Lexikon, a.a.O., S. 87 ff.

von 126 erteilt hat, bereit, für den Kurs von 126 und jeden darunter liegenden Kurs 6 Aktien à DM 1.000,-- nominal zu erwerben, d.h. je Aktie höchstens DM 1.260,-- anzulegen. Der Verkäufer, der Aktien im Nominalbetrag von DM 4.000,-- anbietet ("Briefe"), verlangt je Aktie mindestens DM 1.260,--. Er ist mit einem Kurs von 126 und mit jedem darüber liegenden Kurs einverstanden, lehnt es aber ab, unter 126 zu verkaufen. Der Billigst-Käufer ist bereit, jeden Kurs zu akzeptieren, desgleichen ist der Bestens-Verkäufer gewillt, zu jedem Kurs zu verkaufen.

Der Kursmakler muß nun den Kurs ermitteln, welcher der Marktlage am meisten entspricht bzw. zu dem möglichst viele Aufträge ausgeführt werden können ¹⁾. Das ist der Kurs, zu dem die meisten Umsätze zustande kommen und der die geringste Zahl an nicht erledigten Aufträgen aufweist ²⁾. Der Kursmakler geht dabei in der Weise vor, daß er den einzelnen Kursen die jeweils möglichen Umsätze gegenüberstellt und zugleich zu jedem Kurs die übrigbleibenden Kauf- bzw. Verkaufsaufträge ermittelt ²⁾:

Kurs	(in DM 1.000,-- nominal)			Nicht zustande gekommen ⁺
	Kaufaufträge	Verkaufsaufträge	Umsatz	
125	23 (alle)	2 (nur "bestens")	2	21 K
126	18	6	6	12 K
126 1/2	12	11	11	1 K
127	11	18	11	7 V
127 1/2	5 (nur "billigst")	20 (alle)	5	15 V

⁺ Das heißt zu diesem Kurs erteilte, aber nicht realisierte Kauf- (K) bzw. Verkaufsaufträge.

1) O. Hintner, Wertpapierbörsen, 20. Lieferung der "Wirtschaftswissenschaften", herausgegeben von Gutenberg, Wiesbaden 1960, S. 130

2) Fischer-Lexikon, a.a.O., S. 88

Der Kurs, der die meisten Umsätze und die geringste Zahl an nicht erledigten Aufträgen aufweist, ist 126 1/2. Der Umsatz beträgt bei diesem Kurs nominal DM 11.000,--, und nur ein Kaufauftrag in Höhe von nominal DM 1.000,-- konnte nicht realisiert werden. Der Kurs 127 weist zwar die gleichen Umsätze auf, verzeichnet aber erheblich mehr nicht erledigte Aufträge, nämlich nominal DM 7.000,-- Verkaufsaufträge.

Die Kursermittlung kann entweder einmal täglich erfolgen oder aber laufend während der Börsenzeit ¹⁾. Im ersten Falle spricht man von Einheitsnotierung (Kassakurse). Bei dieser Notierung sind die gesamten Aufträge eines Tages am Zustandekommen des Kurses beteiligt ²⁾. Im anderen Falle handelt es sich um variable Notierungen. Diese Methode findet nur bei Wertpapieren mit ständig großen Umsätzen Anwendung, z.B. bei den Aktien großer Unternehmungen und bei Anleihen, die in erheblichen Beträgen gehandelt werden. ³⁾

III. Die wichtigsten Einflußfaktoren auf den Börsenkurs der Aktien bei langfristiger Betrachtung

1.) Vorbemerkungen

Der Börsenkurs einer Aktie an einem Stichtag ist, wie oben gezeigt wurde, eine Funktion von Angebot und Nachfrage. Jede Veränderung des Angebots (bzw. der Nachfrage) führt bei gegebener Nachfrage (bzw. gegebenem Angebot) zu einer Veränderung des Börsenkurses.

Für eine Untersuchung der Kursbildung an der Börse reicht aber der Hinweis auf Angebot und Nachfrage nicht aus. Denn Angebot und Nachfrage sind ihrerseits Resultanten einer Viel-

1) Fischer-Lexikon, S. 89

2) O. Hintner, a.a.O., S. 129

3) A. Weber, Geld, Banken, Börsen, 4. Aufl. München 1951, S. 334

zahl von Faktoren. Hingewiesen werden kann hier z.B. - ohne daß damit Anspruch auf Vollzähligkeit erhoben werden soll - auf folgende Einflüsse: die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung, die Preisentwicklung, das allgemeine Zinsniveau, die Entwicklung der Ertrags- und Vermögenslage der Unternehmungen, psychologische Einflüsse, spekulative und börsenteknische Einflüsse, Interessenkäufe, politische Einflüsse u.a.m.

In der Literatur ist verschiedentlich versucht worden, die Einflußfaktoren auf den Börsenkurs zu systematisieren. So unterscheidet z.B. Donner ¹⁾ zwischen Grundfaktoren und Unterfaktoren der Kursbildung. Zu den Grundfaktoren rechnet Donner das sogen. Ertragsprinzip (d.h. Rentabilitätsüberlegungen) und das sogen. Prinzip der verfügbaren Mittel (d.h. die verfügbare Kaufkraft der Käufer an der Börse). Zu den Unterfaktoren, die unter bestimmten Bedingungen die Grundfaktoren beeinflussen können, zählt er u.a. die Produktions- und Preisentwicklung, valutarische Einflüsse, psychologische und politische Faktoren usw. Neben den Grundfaktoren nennt Donner als weitere kursbestimmende Faktoren die sogen. börsenteknischen Faktoren (d.h. Markteinflüsse, die sich aus dem jeweiligen Stärkeverhältnis von Hausse- und Baisseparteien ergeben).

Eine andere Einteilung der Kursbildungsfaktoren, die in der Literatur weitgehend Verbreitung gefunden hat ²⁾, findet sich bei Prion ³⁾. Hier werden drei Gruppen von Einflußfaktoren unterschieden, nämlich: persönliche Faktoren der Preisbil-

-
- 1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, "Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung", Sonderheft 36, Berlin 1934. Die Untersuchung von Donner ist die umfangreichste und gründlichste, die bislang auf diesem Gebiet erschienen ist.
 - 2) Vgl. z.B. in neuerer Zeit: W. Schlag, Aktien als Vermögensanlage, Bd. VII der Veröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität Köln, Frankfurt a.M. 1959
 - 3) W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 1. Aufl. Leipzig 1910, 2. Aufl. Berlin 1929

dung (Spekulation, Publikum, Banken), börsentechnische Faktoren der Preisbildung und wirtschaftliche Faktoren der Preisbildung (der Wert der Aktien im allgemeinen, Einflüsse des Geld- und Kapitalmarktes, Einflüsse der Wirtschafts- und Branchenentwicklung). Schlag ¹⁾ hat diese Einteilung durch Einführung der psychologischen Einflüsse noch erweitert.

Eine Einteilung in ähnlicher Form ist die Gruppierung der Kursbildungsfaktoren in Faktoren der subjektiven Wertbildung (der sogen. "innere" Wert der Aktien unter Berücksichtigung der Dividendenpolitik und der Ertragslage der Gesellschaften), in konjunkturelle und politische Faktoren (wozu die Einflüsse der allgemeinen Wirtschaftslage und der Wirtschaftspolitik, des Geld- und Kapitalmarktes und politische Einflüsse gerechnet werden) und in sonstige Faktoren der Preisbildung (markttechnische und kurstechnische Faktoren, personelle Faktoren) ²⁾.

Eine auf anderen Gesichtspunkten beruhende Gliederung der Kursbildungsfaktoren ist von Bellinger ³⁾ entwickelt worden. Er unterscheidet zwischen börsentechnischen Faktoren (gemeint sind die differenzierten Kursbildungsarten am Kassa- und am Terminmarkt), Einflüssen, die von Eingriffen der Börsenorgane, der freien Makler und der Banken ausgehen, Einflüssen, die von der Verhaltensweise des Publikums herrühren und Einflüssen, die auf die Entwicklung der Unternehmungen zurückzuführen sind.

Alle oben genannten Einflüsse auf den Börsenkurs lassen sich auf drei bzw. vier Grundfaktoren zurückführen:

1) auf Rentabilitäts- bzw. Rendite-Überlegungen der Käufer und Verkäufer von Aktien, d.h. auf das Verhältnis von Dividendenausschüttung und Risiko einerseits und Kapitalmarktzins andererseits. Der größte Teil der genannten Einflußfaktoren dürfte hier seinen Grund haben. Unter normalen Bedin-

1) W. Schlag, a.a.O., S. 19 ff.

2) H.-J. Bösch, Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt a.M. 1959

3) K. Bellinger, Die kursbildenden Faktoren am deutschen Aktienmarkt, Diss. Köln 1956

gungen und auf lange Sicht bestimmen Dividende und Risiko sowie der Marktzins die Kursentwicklung und das Kursniveau.

2) auf Substanz- bzw. Sachwertüberlegungen der Käufer und Verkäufer von Aktien. Dieser Faktor kann allerdings bei grundsätzlich erwerbswirtschaftlicher Einstellung der Wirtschaftssubjekte nur unter besonderen Bedingungen bei der Kursbildung eine Rolle spielen.

3) evtl. auf Sondereinflüsse, die weder die Rentabilität noch die Substanz berücksichtigen. Zu nennen sind hier vor allem Einflüsse der Spekulation.

4) auf die sogen. Marktenge. Durch diesen Faktor wird der Einfluß der unter 1), 2) und 3) genannten Faktoren auf die Kursentwicklung in bestimmter Weise modifiziert.

2.) Rentabilitäts- bzw. Renditeüberlegungen und ihr Einfluß auf den Börsenkurs der Aktien

Im folgenden soll zunächst der Zusammenhang zwischen Aktiendividende und Börsenkurs aufgezeigt werden unter der Voraussetzung, daß allein Rentabilitätsüberlegungen entscheidend sind für das Verhalten des Börsenpublikums (Abschnitt a). Daran anschließend soll untersucht werden, ob das Kursniveau, das sich aufgrund einer derartigen Verhaltensweise des Börsenpublikums bildet, angemessen ist im Hinblick auf die Bewertung von Unternehmungen mit dem Börsenkurswert (Abschnitt b). Abschließend soll geprüft werden, ob und inwieweit Rentabilitätsüberlegungen heute tatsächlich noch kursbestimmend sind (Abschnitt c).

a) Die Kursbildung an der Börse unter dem alleinigen Einfluß der Rentabilität

aa) Der Zusammenhang zwischen Kursbewegung bzw. Kursniveau und Dividende, Risiko und Marktzinsfuß

Wenn für das Verhalten der Käufer und Verkäufer an der Börse nur Rentabilitätsüberlegungen maßgebend sind, werden

- bei gegebener verfügbarer Kaufkraft der Nachfrage und bei gegebener Materialmenge - Kursentwicklung und Kursniveau durch folgende Faktoren bestimmt:

- a) durch die Dividende, d.h. durch den ausgeschütteten Gewinn,
- b) durch den Marktzinsfuß für langfristiges Kapital (z.B. Rendite festverzinslicher, erstklassiger Pfandbriefe, Staatsanleihen usw.),
- c) durch das Risiko, das nach Ansicht des Börsenpublikums mit dem Aktienbesitz verbunden ist.

Der Zusammenhang zwischen diesen drei Größen und dem Börsenkurs der Aktien ist folgender: die Börse vergleicht ständig die Verzinsung der Aktien (Aktienrendite) unter Berücksichtigung des Risikos mit dem Marktzinsfuß für langfristige, weniger risikoreiche Kapitalanlagen. Eine Aktie, die eine Dividende von 10 % abwirft, hat bei einem Marktzinsfuß von 6 % und bei einem angenommenen Risiko von 2 % einen Kurswert von 125 %. Dieser Kurswert ergibt sich durch Kapitalisierung der Dividende mittels des sogen. Kapitalisierungsfaktors $\frac{100}{P}$, wobei P der Marktzins zuzüglich Risikozuschlag ist (P ist hier also 8 %) :

$$\frac{10 \% \times 100}{8 \%} = 125 \%$$

Bei einem Kurswert von 125 % beläuft sich die Rendite der Aktie (d.h. Dividende, bezogen auf den Kurs) auf 8 %, entspricht also - unter Berücksichtigung des Risikos - dem Marktzinsfuß. Solange die Aktienrendite höher ist als der Marktzinsfuß, ist es vorteilhaft, Aktien zu kaufen; die Aktienkurse werden ceteris paribus steigen. Liegt sie darunter, empfiehlt es sich, Aktien zu verkaufen; die Aktienkurse werden ceteris paribus fallen. Langfristig gesehen muß sich deshalb die Verzinsung der Aktien dem Marktzinsfuß unter Berücksichtigung des Risikos angleichen, oder anders ausgedrückt: die Aktienkurse müssen sich langfristig nach der Dividende, dem Marktzinsfuß und dem Risiko richten.

Bei gegebenem Marktzinsfuß und gegebenem Risiko ist der Kurs der Aktien umso höher (niedriger), je höher (niedriger) die Dividendenausschüttungen sind. Eine Senkung (Erhöhung) des Marktzinsfußes hat bei gegebenem Risiko und bei gegebener Dividende eine Kurssteigerung (Kurssenkung) zur Folge. Eine Erhöhung (Senkung) des Risikos führt bei gegebener Dividende und gegebenem Marktzinsfuß zu sinkenden (steigenden) Kursen an der Börse.

Der zeitliche Zusammenhang zwischen Dividende, Zins und Risiko einerseits und Kursentwicklung andererseits ist nicht genau bestimmbar. Die Erfahrung zeigt aber, daß die Börse auf eine Änderung der drei Bestimmungsfaktoren relativ schnell reagiert. Im allgemeinen eskomptiert die Börse schon bei Bekanntwerden von Veränderungen in den drei Faktoren die Wirkungen, die evtl. erst nach einer geraumen Zeit eintreten. Beispielsweise kann bereits die Nachricht von erhöhten Auftragseingängen in der Industrie zu einem Kursanstieg führen, obgleich erhöhte Dividendenausschüttungen erst viel später erwartet werden können.

Da Dividende, Zins und Risiko unter den gemachten Voraussetzungen für die Kursbildung entscheidend sind, können - bei gegebenem Kursniveau - nur solche Faktoren Einfluß auf die Kursentwicklung und auf das Kursniveau haben, die in der Lage sind, eine Veränderung der drei Bestimmungsfaktoren herbeizuführen. In den folgenden Unterabschnitten wird zu zeigen sein, welche Faktoren hierfür im einzelnen in Frage kommen.

ab) Dividende und Kurs

Die Höhe der ausgeschütteten Dividenden ist in der Regel abhängig von den erzielten Gewinnen der Gesellschaften und von der Dividendenpolitik, die von den Geschäftsleitungen verfolgt wird.

Auf die Bedeutung der Dividendenpolitik für die Kursentwicklung wird in Abschnitt b) eingegangen. Hier sei nur darauf hingewiesen, daß allein durch Änderung der Dividendenpolitik

(erhöhte oder verminderte Ausschüttungen) bei gegebenen Gewinnen die Kursentwicklung an der Börse (nach oben oder unten) beeinflußt werden kann. In den folgenden Ausführungen wird zunächst unterstellt, daß der Gewinn in voller Höhe an die Aktionäre ausgeschüttet wird.

Unter dieser Voraussetzung ist - ceteris paribus - allein die Gewinnentwicklung in den Unternehmungen für die Kursentwicklung von Bedeutung. Die Höhe des Gewinnes wird durch das Verhältnis von Aufwand und Ertrag bestimmt; Aufwand und Ertrag wiederum hängen von einer Vielzahl von Einflüssen inner- und außerbetrieblicher Art ab ¹⁾. Die wichtigsten Einflüsse auf Aufwand und Ertrag bzw. auf Stückkosten und Stückerlös sind ²⁾: ab₁) die Entwicklung der Kostengüter- und Absatzgüterpreise und ab₂) die mengenmäßige Entwicklung der Produktion bzw. der Beschäftigungsgrad.

ab₁) Kostengüter- und Absatzgüterpreise und Kurs

Ein Zusammenhang zwischen Preisentwicklung und Kursentwicklung kann unter den gemachten Voraussetzungen nur bestehen, soweit steigende bzw. fallende Preise zu steigenden bzw. fallenden Gewinnen in den Unternehmungen führen. Dieser Zusammenhang ist aber keineswegs immer gegeben. Nicht jede Preisänderung braucht sich deshalb auf die Aktienkurse auszuwirken.

Bei der Untersuchung der Auswirkungen von Preisänderungen auf die Gewinne ist zu berücksichtigen, daß Preisänderungen sowohl auf der Beschaffungsseite als auch auf der Absatzseite auftreten können und daß - vor allem auf der Absatzseite - Preisänderungen und Mengenänderungen nicht voneinander getrennt werden können ³⁾.

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, 2. Aufl. Stuttgart 1960, S. 95 f.

2) A. Schnettler, a.a.O., S. 166 ff.

3) A. Schnettler, a.a.O., S. 179

Preisänderungen und das Verhältnis Kostengüterpreise - Absatzgüterpreise :

Sofern es sich lediglich um Preisänderungen bei den Kostengütern oder bei den Absatzgütern handelt, sind die Auswirkungen der Preisänderung bei gegebenen sonstigen Bedingungen überschaubar. Schwieriger wird es, wenn es sich um allgemeine Preisänderungen handelt, z.B. allgemeine Preissteigerungen, die nicht nur zu steigenden Absatzgüterpreisen, sondern auch zu steigenden Kostengüterpreisen führen. Je nach dem Ausmaß der Preissteigerung auf der Beschaffungs- und auf der Absatzseite kann dann das Verhältnis Kostengüterpreise - Absatzgüterpreise für das einzelne Unternehmen verbessert oder verschlechtert werden, wodurch eine Veränderung des Gewinnes (und damit unter der gemachten Annahme auch der Börsenkurse !) bewirkt wird.

Die Erfahrung der letzten Jahre hat gezeigt, daß allgemeine Preissteigerungen den Unternehmen im allgemeinen nicht gefährlich werden konnten. Das lag daran, daß die Absatzgüterpreise fast immer stärker stiegen als die Kostengüterpreise, so daß die Gewinne durch die Preissteigerungen nicht geschmälert wurden ¹⁾.

Im allgemeinen können sich Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite nicht so schnell bemerkbar machen wie auf der Absatzseite, und zwar aus folgenden Gründen ²⁾:

(1.) Ein mehr oder minder großer Teil der Wirtschaftsgüter der Unternehmungen gehört zu den sogen. langlebigen Wirtschaftsgütern, die den Unternehmungen für eine längere Nutzungszeit zur Verfügung stehen. Hier fallen Aufwand und Ausgabe zeitlich weit auseinander, so daß sich Preissteigerungen erst im Zeitpunkt der Wiederbeschaffung bemerkbar machen können. Diese Situation ist vor allem in den kapitalintensiven Unternehmen gegeben.

1) A. Schnettler, a.a.O., S. 182

2) A. Schnettler, a.a.O., S. 183

(2.) Bei vielen Aufwandsposten liegt der Preis langfristig fest, wenn entsprechende Verträge abgeschlossen worden sind, z.B. langfristige Abnahmeverträge für Materialien, Terminkäufe usw. Das gilt auch für Zinszahlungen, Löhne usw., die meistens durch Vertrag festgelegt sind. Auch hier können sich Preissteigerungen nicht sofort bemerkbar machen.

(3.) Nur bei den Aufwendungen, die in der gleichen Periode zu Ausgaben führen, wirken sich Preissteigerungen unmittelbar aus. Das ist vor allem bei den Materialien (Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen) der Fall, die laufend beschafft werden.

Daraus folgt, daß allgemeine Preissteigerungen (Preisniveauänderungen) im allgemeinen nicht zu einer Verschlechterung des Verhältnisses Kostengüterpreise - Absatzgüterpreise in den Unternehmungen führen, so daß unterstellt werden kann, daß ceteris paribus steigende Preise auch steigende Gewinne (und damit auch steigende Börsenkurse) nach sich ziehen.

Im Falle von Preissenkungen kann allerdings sehr schnell eine Verringerung der Gewinne und damit eine Kurssenkung eintreten, da angenommen werden muß, daß die Kostengüterpreise - bis auf einige Ausnahmen (Rohstoffe) - starr sind. Das gilt vor allem für die Kapitalkosten (Abschreibungen und Zins), weil die zugehörigen Kostengüter in der Regel nicht kurzfristig erneuert werden, und für die Löhne, die aus arbeits- bzw. sozialrechtlichen Gründen nicht ohne weiteres abgebaut werden können.

Preisänderungen und Mengenänderungen auf der Absatzseite :

Preisänderung und Mengenänderung müssen stets im Zusammenhang gesehen werden. Nicht jede Veränderung des Absatzpreises führt zu einer Veränderung der Absatzmenge. Eindeutige Aussagen über die Auswirkungen auf den Umsatz können erst gemacht werden, wenn die Elastizität der Nachfrage

in Bezug auf Preisänderungen berücksichtigt wird ¹⁾. Nur bei völlig unelastischer Nachfrage bedeuten fallende bzw. steigende Absatzgüterpreise entsprechend fallende bzw. steigende Umsätze und Gewinne. Bei relativ elastischer Nachfrage führt eine Preissenkung (-erhöhung) um einen bestimmten Prozentsatz zu einer Umsatzsteigerung (-senkung). Bei relativ unelastischer Nachfrage wird eine Preissenkung (-erhöhung) einen Umsatzrückgang (-steigerung) zur Folge haben ²⁾.

ab₂) Produktion bzw. Beschäftigungsgrad und Kurs

Bei gegebenen Kostengüter- und Absatzgüterpreisen und gegebener Elastizität des Angebots und der Nachfrage in Bezug auf den Preis wird die Höhe der Erträge bestimmt durch die Produktions- bzw. Absatzmenge. Die Stückkosten sind unter diesen Bedingungen abhängig vom jeweiligen Beschäftigungsgrad.

Wird ein proportionaler Verlauf der Gesamtkostenkurve unterstellt ³⁾, so führt ein steigender Beschäftigungsgrad wegen der besseren Auslastung der Produktionsanlagen zu degressiv sinkenden Stückkosten, während bei rückläufiger Beschäftigung die Stückkosten progressiv steigen. Die Stückkostendegression bei steigender Beschäftigung bzw. die Stückkostenprogression bei fallender Beschäftigung ist umso stärker, je größer der Anteil der fixen Kosten an den Gesamtkosten ist.

1) Vgl. hierzu u.a. E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, II. Teil, Wirtschaftspläne und wirtschaftliches Gleichgewicht in der Verkehrswirtschaft, 6. Aufl. Tübingen 1960, S. 26 ff; H. v. Stackelberg, Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl. Bern und Tübingen 1951, S. 156 ff.

2) E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, a.a.O., S. 37

3) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 188 ff, hier S. 190/191; derselbe: Kostenverlauf und Ertragsentwicklung bei schwankender Beschäftigung, "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 6. Jahrgang NF, 1954, S. 361 ff.

Für den Fall, daß die Kapazität des Betriebes gegeben ist, können Beschäftigungsgrad und mengenmäßige Produktion bzw. Absatzmenge ¹⁾ gleichgesetzt werden. Steigender (sinkender) Beschäftigungsgrad ist dann gleichbedeutend mit steigender (sinkender) Produktion bzw. steigenden (sinkenden) Erträgen.

Im Hinblick auf die Zusammenhänge zwischen Beschäftigungsgrad bzw. Produktionsmenge und Kurs bei gegebenen Preisen lassen sich daraus folgende Feststellungen ableiten: Wird die Produktionsmenge ausgedehnt, so steigen nicht nur die Erträge, sondern es sinken gleichzeitig auch die Kosten pro Stück. In Zeiten guter Beschäftigungs- und Absatzlage werden daher die Gewinne (und damit auch die Kurse) entsprechend hoch sein. Umgekehrt werden bei rückläufiger Produktion nicht nur die Erträge zurückgehen, sondern auch die Kosten pro Stück steigen, so daß die Gewinne sowohl von der Ertrags- als auch von der Kostenseite her reduziert werden. Eine Einschränkung der Beschäftigung in den Unternehmungen wird daher unter sonst gleichen Bedingungen zu sinkenden Kursen an der Börse führen.

ac) Marktzinsfuß und Kurs

Neben der Dividende spielt bei der Kursbildung auch der Marktzinsfuß bzw. die Veränderungen des Marktzinsfußes eine entscheidende Rolle. Unter Marktzins ist dabei der Zins für langfristig angelegtes Kapital, für langfristige Forderungen zu verstehen, d.h. also die Rendite festverzinslicher, erstklassiger Teilschuldverschreibungen.

Wie der Marktzins zustande kommt bzw. welche Faktoren die Höhe des Zinses bestimmen, soll hier nicht erörtert werden; es sei diesbezüglich auf die Spezialliteratur verwiesen ²⁾.

1) Dabei wird unterstellt, daß Produktionsmenge und Absatzmenge nur kurzfristig (durch Produktion auf Lager bzw. durch Abbau von Lagervorräten) voneinander abweichen können.

2) Vgl. z.B. F. Lutz, Zinstheorie, Tübingen und Zürich 1956, und die dort dargestellten Zinstheorien.

Wichtiger ist in diesem Zusammenhang die Frage, wie sich eine Änderung des Zinssatzes auf die Aktienkurse auswirkt.

ac₁) Die Entwicklung des Marktzinsfußes als Bestimmungsfaktor für die Kursbildung am Aktienmarkt

Unter der Voraussetzung, daß allein Rentabilitätsüberlegungen für die Kursbildung an der Aktienbörse maßgebend sind, ist die Rendite festverzinslicher Papiere (z.B. Pfandbriefrendite, Effektiv-Verzinsung von Obligationen) ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Kursgestaltung der Aktien. Die Aktienkurse werden sich langfristig an der Rendite festverzinslicher Papiere orientieren. Eine Erhöhung des Marktzinses muß bei sonst gleichen Umständen (gleiche Dividende, gleiches Risiko) zu sinkenden Aktienkursen führen, eine Zinssenkung muß eine Kurserhöhung auslösen. Da eine Zinssenkung (-erhöhung) bei festverzinslichen Papieren nur eintritt bei steigenden (fallenden) Kursen, ergibt sich, daß fallende Rentenurse mit steigenden Aktienkursen einhergehen und umgekehrt.

ac₂) Der zeitliche Zusammenhang zwischen Zinsänderung und Kursänderung

Allerdings führt eine Zinsänderung (Kursänderung bei festverzinslichen Papieren) nicht sofort zu einer Kursänderung auf dem Aktienmarkt, d.h. zwischen Zinsänderung und Kursänderung besteht ein "lag". Die Erfahrung zeigt, daß die Zinsentwicklung auf dem Kapitalmarkt zwar parallel zur allgemeinen Wirtschaftsentwicklung verläuft, ihr aber meistens erst mit einigem zeitlichen Abstand folgt ¹⁾.

Zinsänderung und Kursänderung bei steigender wirtschaftlicher Aktivität:

Wegen des "lag" zwischen Zinsentwicklung und allgemeiner Wirtschaftsentwicklung ist es möglich, daß bei einer Aus-

1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 38

dehnung der Produktion bzw. steigendem Beschäftigungsgrad, d.h. also bei steigenden Unternehmungsgewinnen, der Marktzins noch auf dem bisherigen Niveau verharret, so daß die Aktienkurse wegen der erhöhten Gewinnerwartungen nach oben tendieren. Mit zunehmender Wirtschaftstätigkeit wächst aber der Kapitalbedarf der Wirtschaft und der Marktzins steigt (d.h. die Rentenkurse fallen). Von der Zinsseite her entsteht dann ein Druck auf die Aktienkurse. Gestaltet sich die Ertragslage der Unternehmungen jedoch weiterhin günstig, so können die Aktienkurse wegen der guten Dividendenerwartungen trotz steigendem Marktzinsfuß noch weiter steigen (also steigende Aktienkurse, fallende Rentenkurse) ¹⁾. Verschlechtert sich aber die Ertragslage und gehen die Gewinnausschüttungen zurück, so werden ceteris paribus auch die Aktienkurse fallen.

Zinsänderung und Kursänderung bei nachlassender wirtschaftlicher Aktivität:

Bei nachlassender wirtschaftlicher Aktivität treffen hoher Marktzinsfuß (d.h. niedrige Rentenkurse) und sinkende Unternehmungsgewinne (infolge rückläufiger Produktion, Stückkostenprogression wegen sinkender Beschäftigung) zusammen, so daß die Aktienkurse fallen. Wenn sich der Rückgang der Wirtschaftstätigkeit weiter ausdehnt, sinkt nach einer gewissen Zeit auch der Marktzins, d.h. die Rentenkurse erholen sich. U.U. reicht die Herabsetzung des Zinsfußes aus, um dem Aktienmarkt neue Impulse zu geben ²⁾. Anderenfalls wird eine Stabilisierung und Erholung auf dem Aktienmarkt erst dann eintreten, wenn die Produktion erhöht und der Beschäftigungsgrad verbessert wird, d.h. wenn mit einer Steigerung der Unternehmungsgewinne gerechnet werden kann.

1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 38

2) O. Donner, a.a.O., S. 38

ad) Risiko und Kurs

ad₁) Risiken und Vorteile des Aktienbesitzes

Die Aktie - rechtlich als Anteils- bzw. Teilhaberpapier anzusehen (im Gegensatz zu den sogen. Leiheffekten oder Gläubigerpapieren) ¹⁾ - verkörpert das Miteigentum an einer Aktiengesellschaft und verbrieft daher einen Anspruch auf Beteiligung am Jahresgewinn. Diese Tatsache ist - wirtschaftlich gesehen - in zweifacher Hinsicht von Bedeutung. Aus dem Charakter der Aktie als Teilhaberpapier folgt, daß der Aktienbesitz einerseits eine Sicherheit gegen Geldwertverschlechterungen und Währungsschnitte bietet, andererseits aber auch mit Risiken verbunden ist. So muß der Aktionär z.B. bei schlechter Geschäftslage in Kauf nehmen, daß für unbestimmte Zeit keine Dividende ausgeschüttet wird (Ertragsrisiko).

Das Ertragsrisiko bei Aktien ist darauf zurückzuführen, daß alles Wirtschaften, sofern es auf eigene Rechnung geschieht, mit Verlustgefahren verbunden ist. Verlustgefahren bestehen, weil eine Vielzahl von Einflußfaktoren der verschiedensten Art auf den Betrieb einwirkt, deren Wirksamkeit sich ständig ändert, so daß die zukünftige Entwicklung des Betriebes nicht exakt vorhersehbar ist ²⁾. Aufwand und Ertrag können höher bzw. niedriger ausfallen als ursprünglich erwartet. Würden Ausgabe und Einnahme zeitlich nicht auseinanderfallen, könnten sich die Unsicherheiten auf der Kosten- und Ertragsseite gar nicht bemerkbar machen ³⁾. In der modernen kapitalintensiven Wirtschaft ist aber immer mehr eine zeitliche Diskrepanz zwischen Ausgabe und Einnahme festzustellen, wodurch das Risikoproblem an Bedeutung zunimmt.

Der Sachwertvorteil der Aktie ergibt sich daraus, daß der Wert der Unternehmungssubstanz in Zeiten steigender Preise, vor allem bei allgemeinen Preissteigerungen (anders evtl. bei partiellen Preissteigerungen), ebenfalls steigt. Im

1) F. Junge, Artikel: Aktien, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft (HWB), 3. Aufl. 1958, Erster Band, Sp. 78 ff.

2) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 6 ff.

3) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 11 ff.

gleichen Maße, in dem der Substanzwert der Unternehmung zunimmt, wächst auch der innere Wert der Aktien der Unternehmung.

Da der Aktienbesitz einerseits mit einem Ertragsrisiko verbunden ist, andererseits aber auch eine Sicherheit gegen Geldwertverschlechterungen bietet, müssen beide Faktoren bei der Bewertung von Aktien berücksichtigt und gegeneinander abgewogen werden.

Welche Rolle die beiden Faktoren im Einzelfall spielen, hängt davon ab, wie die jeweilige politische und wirtschaftliche Situation vom Börsenpublikum eingeschätzt wird. Bei stabilen wirtschaftlichen und politischen Verhältnissen kann der Sachwertvorteil der Aktie ohne Bedeutung sein, so daß - bei gegebener Dividende und gegebenem Marktzinsfuß - in den Dispositionen des Börsenpublikums nur noch das Ertragsrisiko berücksichtigt wird. Umgekehrt kann in politisch und wirtschaftlich unruhigen Zeiten das Ertragsrisiko mehr und mehr durch den Sachwertvorteil der Aktie aufgewogen werden, weil dann u.U. nur noch die Sicherheit der Geldanlage angestrebt wird (vgl. S. 58 f.). Das Ertragsrisiko wird in Zeiten steigender Preise im übrigen auch dadurch gemindert, daß wegen des erhöhten Substanzwertes der Aktien mit steigenden Börsenkursen, d.h. mit Kursgewinnen, gerechnet werden kann.

ad₂) Der Einfluß des Ertragsrisikos auf die Kursentwicklung an der Börse

Sofern der Sachwertvorteil auf die Dispositionen des Börsenpublikums keinen Einfluß hat und nur das Ertragsrisiko berücksichtigt wird, ergibt sich im einzelnen folgendes Bild:

Risiko und Kurs im Konjunkturablauf:

Bei steigender wirtschaftlicher Aktivität sind die Risiken im allgemeinen nicht sehr groß. Die Ertragslage der Unternehmen ist günstig, weil Absatzschwierigkeiten nicht bestehen und vorteilhafte Preise auf den Absatzmärkten erzielt werden

können. Wegen der guten Beschäftigungslage können die Betriebe ihre Kapazität voll ausnutzen und die Vorteile der Stückkostendegression wahrnehmen. Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite können den Betrieben kaum gefährlich werden, weil in Zeiten des Verkäufermarktes die Absatzgüterpreise fast immer schneller steigen. Da das Ertragsrisiko unter diesen Bedingungen relativ niedrig ist und steigende Gewinne erwartet werden, haben die Aktienkurse an der Börse ceteris paribus die Tendenz zu steigen.

In Zeiten nachlassender ökonomischer Aktivität hingegen steigt im allgemeinen das Ertragsrisiko bei Aktien. Der wichtigste Grund hierfür ist, daß die betrieblichen Erträge wegen der verschlechterten Absatzlage zurückgehen. Hinzu kommt, daß die Stückkosten wegen rückläufiger Beschäftigung progressiv steigen. Weil das Ertragsrisiko größer ist, erhöht sich der (rechnerische) Risikozuschlag auf den Marktzinsfuß und die Aktienkurse müssen - unter den gemachten Annahmen - fallen.

Risiko und Struktur der Aktienkurse:

Neben der Entwicklung des Risikos im Zeitablauf ist für die Aktienkurse von Bedeutung, daß das Ertragsrisiko in einem gegebenen Zeitpunkt nicht bei allen Aktien gleich hoch ist, sondern von Branche zu Branche und innerhalb der gleichen Branche von Betrieb zu Betrieb variiert ¹⁾.

Unterschiedliche Risiken von Branche zu Branche sind vor allem darauf zurückzuführen, daß die konjunkturelle Situation in den einzelnen Wirtschaftszweigen unterschiedlich sein kann. Auch Streiks oder Streikdrohungen, strukturelle Veränderungen, technische Erfindungen, Saisonschwankungen u.a.m. können in diesem Zusammenhang von Bedeutung sein. Unterschiedliche Risiken von Branche zu Branche müssen sich ceteris paribus auch auf die Aktienkurse auswirken, d.h. es müssen im gleichen Zeitpunkt unterschiedliche Kurse von Branche zu Branche

1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 15

bestehen. Bei gleicher Dividende werden dann unter den gemachten Voraussetzungen die Kursrelationen von Branche zu Branche durch die unterschiedliche Höhe des Risikos bestimmt¹⁾.

Entsprechendes gilt, wenn unterschiedliche Risiken innerhalb einer Branche von Betrieb zu Betrieb bestehen. Je höher das Risiko in einem Unternehmen ist, umso niedriger muß ceteris paribus der Kurs der Aktien dieses Unternehmens sein.

ad₃) Risiken des Aktienbesitzes - Unternehmungsrisiko

Abschließend sei zum Risikoproblem bei Aktien darauf hingewiesen, daß die Risiken, die beim Kauf oder Verkauf von Aktien zu berücksichtigen sind, anders gelagert sind als die Risiken, die bei der Bewertung von Unternehmungen eine Rolle spielen. Die Risiken des Aktienbesitzes sind im großen und ganzen vermeidbar, weil die Aktien jederzeit an der Börse verkauft werden können (wobei allenfalls ein Kursrisiko entsteht). Sie sind deshalb anders zu beurteilen als die Risiken der Unternehmung, die dauernder Natur sind²⁾.

1) Auf die branchenmäßige Schichtung der Aktienrenditen weist auch W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, a.a.O., S. 138, hin.

2) K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 135

ae) Zusammenfassung

Die obigen Ausführungen haben gezeigt, daß - unter der Voraussetzung, daß allein Rentabilitätsüberlegungen für das Verhalten der Käufer und Verkäufer an der Börse maßgebend sind - Dividende, Marktzinsfuß und Risiko die Kursbildung an der Aktienbörse bestimmen. Dividende, Zins und Risiko sind unter den genannten Bedingungen die Faktoren, von denen die Kursentwicklung und das Kursniveau primär abhängen. Alle anderen Faktoren haben nur insoweit Einfluß auf den Börsenkurs, als sie eine Veränderung der drei Hauptfaktoren herbeizuführen in der Lage sind.

Dieses Ergebnis wäre im Hinblick auf die Bewertung von Unternehmungen mit dem Börsenkurs recht ermutigend, wenn unterstellt werden könnte, daß die ausgeschütteten Dividenden mit dem tatsächlich erzielten Gewinn übereinstimmen. Unter dieser Voraussetzung würden für die Kursbildung genau die Faktoren maßgebend sein, die auch den Reinertragswert - der, wie schon ausgeführt, als der maßgebliche Wertungsweg für die Bewertung von Unternehmungen anzusehen ist - bestimmen. Die kapitalisierte Dividende, der sogen. Dividendenertragswert, würde dann mit dem Reinertragswert übereinstimmen. Eine Bewertung mit dem Börsenkurswert wäre ohne weiteres zulässig.

In dem folgenden Abschnitt b) soll daher als erste Annäherung an die Wirklichkeit die Frage untersucht werden, ob die ausgeschüttete Dividende mit dem tatsächlich erzielten Gewinn übereinstimmt oder ob nur ein Teil des Gewinnes an die Aktionäre ausgeschüttet wird. Es soll geprüft werden, ob das Kursniveau, das sich aufgrund der ausgeschütteten Dividende, des Marktzinses und des Risikos gebildet hat, im Hinblick auf die Bewertung mit dem Börsenkurswert angemessen oder zu niedrig ist. Die Voraussetzung, daß allein Rentabilitätsüberlegungen für den An- und Verkauf von Aktien an der Börse maßgebend sind, soll dabei zunächst noch beibehalten werden.

b) Beurteilung des Kursniveaus im Hinblick auf die Bewertung mit dem Börsenkurswert unter besonderer Berücksichtigung der Dividendenpolitik der Gesellschaften

In den folgenden Ausführungen soll untersucht werden, inwieweit Differenzen zwischen dem ausgeschütteten Gewinn und dem erzielten Gewinn bestehen können. Es soll also geprüft werden, welche Möglichkeiten es für die Unternehmungen gibt, Dividendenpolitik zu betreiben, d.h. also die Gewinnausschüttung mittelbar oder unmittelbar zu beeinflussen ¹⁾.

ba) Mögliche Abweichungen zwischen ausgeschüttetem Gewinn und tatsächlich erzielttem Gewinn

Maßgebend für die Höhe der Dividende, für die Gewinnausschüttung eines Jahres, ist der erzielte Gewinn und die Verwendung dieses Gewinnes. Eine Beeinflussung der Dividendenausschüttung ist daher grundsätzlich möglich durch Manipulierung des Gewinnes und/oder durch Einflußnahme auf die Gewinnverteilung. Entscheidend für die Möglichkeiten einer Gestaltung der Gewinnausschüttung ist also, wer den Gewinn feststellt und wer über die Gewinnverteilung entscheidet.

Die Feststellung und Verteilung des Gewinnes erfolgt in erster Linie durch Organe des Unternehmens. Daneben können aber auf die Verteilung des Gewinnes auch außerbetriebliche Institutionen, vor allem der Staat, direkt oder indirekt Einfluß nehmen.

1) Vgl. hierzu und im folgenden: K. Bender, Dividendenpolitik, "Neue Betriebswirtschaft", 11. Jahrgang, Nr. 3, 1958, S. 41 ff; A. Schnettler, Artikel: Dividende und Dividendenpolitik, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft (HWB), 3. Aufl. 1958, Erster Band, Sp. 1433 ff, hier Sp. 1437; K. Weber, Dividendenpolitik, Heft 99 der Mitteilungen aus dem handelswissenschaftlichen Seminar der Universität Zürich, Zürich 1955; H. Kaiser, Dividendenpolitik, Diss. Bern 1938

ba₁) Möglichkeiten zur Beeinflussung der Gewinnausschüttung durch Organe des Unternehmens

Das Recht zur Gewinnfeststellung und zur Gewinnverteilung kann grundsätzlich einem Organ des Unternehmens übertragen sein oder mehreren Organen. Maßgebend sind jeweils die Bestimmungen des Gesellschaftsrechtes ¹⁾.

Nach der früheren Regelung bei den Aktiengesellschaften gemäß §§ 235 ff. und 260 HGB hatte die Generalversammlung beide Funktionen inne ²⁾. Das Akt.-Ges. von 1937 verfolgt demgegenüber den Grundsatz der Trennung des Rechtes zur Gewinnfeststellung von dem Recht zur Gewinnverteilung ³⁾. Die Gewinnfeststellung erfolgt nach dem z.Zt. geltenden Recht grundsätzlich durch Vorstand und Aufsichtsrat (§ 125 Akt.-Ges. von 1937), für die Gewinnverteilung ist gem. § 126 Abs. 1 die Hauptversammlung zuständig. Die Hauptversammlung ist dabei grundsätzlich an die von Vorstand und Aufsichtsrat vorgelegte Bilanz gebunden.

Nur in Sonderfällen sieht das Aktiengesetz die Feststellung des Jahresabschlusses durch die Hauptversammlung vor, nämlich dann, wenn sich Vorstand und Aufsichtsrat für eine Feststel-

-
- 1) A. Schnettler, Artikel: Dividende und Dividendenpolitik, a.a.O., Sp. 1438
 - 2) H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaft, Handkommentar, 3. Aufl. Stuttgart 1957, Tz. 1 zu § 125, S. 11
 - 3) Der Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, veröffentlicht durch das Bundesjustizministerium, überträgt die Feststellung des Jahresabschlusses wieder der Hauptversammlung (§ 138 des Entwurfes). Der Entwurf beschränkt allerdings die Hauptversammlung bei der Feststellung des Jahresabschlusses insofern, als er die Hauptversammlung regelmäßig an die vom Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates gemachten Abschreibungen, Wertberichtigungen und Rückstellungen bindet (§ 141, Abs. 1). Anders als im geltenden Recht soll jedoch die Hauptversammlung über die Bildung von Rücklagen entscheiden können. Vgl. Referentenentwurf eines Aktiengesetzes, veröffentlicht durch das Bundesjustizministerium, Köln 1958

lung des Abschlusses durch die Hauptversammlung entscheiden (§ 125 Abs. 3 und 4) oder wenn der Aufsichtsrat den Jahresabschluß nicht billigt (§ 125 Abs. 4).

Bildung stiller und offener Reserven bei der Bilanzfeststellung durch Vorstand und Aufsichtsrat:

Aufgrund dieser Rechtslage ist es Vorstand und Aufsichtsrat möglich, den in der Handelsbilanz ausgewiesenen Gewinn, den sogen. verteilungsfähigen Gewinn, zu manipulieren. Da die Hauptversammlung bei der Gewinnverteilung grundsätzlich an den in der Handelsbilanz ausgewiesenen Gewinn gebunden ist (§ 126 Abs. 3), sind somit Vorstand und Aufsichtsrat in der Lage, indirekt auch die Gewinnausschüttung zu beeinflussen.

Eine Manipulierung des verteilungsfähigen Gewinnes ist dabei auf zwei Wegen möglich, nämlich durch Bildung stiller und durch Bildung offener Reserven. Für die Bildung stiller Reserven lassen die handelsrechtlichen Bewertungsvorschriften, vor allem die Vorschriften des § 133 Akt.-Ges. von 1937, erheblichen Spielraum, da sie nur Bewertungsgrenzen nach oben setzen. Im einzelnen sind in diesem Zusammenhang zu nennen:¹⁾ der Ansatz überhöhter Abschreibungen auf Anlagen, die Unterbewertung von Vorräten, die Nichtaktivierung von aktivierungsfähigen Aufwendungen, die übermäßige Bemessung von Wertberichtigungen und Rückstellungen u.a.m. Durch Ansatz solcher überhöhten Aufwendungen können Vorstand und Aufsichtsrat - zumindest für einige Zeit - einen Teil des tatsächlich erzielten Gewinnes verdecken und den verteilungsfähigen Gewinn verringern.

Für die Bildung offener Rücklagen schreibt das Akt.-Ges. in § 131 Abs. 2 vor, daß diese bereits bei der Feststellung der Jahresbilanz vorgenommen werden sollen. Das bedeutet, daß Vorstand und Aufsichtsrat allein über das Ausmaß der Bildung

1) Vgl. H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung ..., a.a.O., Tz. 74 ff. zu § 129, S. 166 f. ; ferner K. Weber, Dividendenpolitik, a.a.O., S. 52 ff.

offener Reserven (gesetzliche Rücklagen gem. § 130 Akt.-Ges. und freiwillige Rücklagen) entscheiden. Der in der Handelsbilanz ausgewiesene, verteilungsfähige Gewinn ist also schon um die in die offenen Rücklagen überführten Beträge vermindert. Auch auf diesem Wege können somit Vorstand und Aufsichtsrat die Gewinnausschüttung beeinflussen.

Die Möglichkeiten der Aktionäre, gegen eine solche Art der Dividendenpolitik des Vorstandes und des Aufsichtsrates einzuschreiten, sind begrenzt ¹⁾. Evtl. kommt eine Klage auf Feststellung der Nichtigkeit des Jahresabschlusses in Betracht, wenn die Voraussetzungen der §§ 135 Abs. 1 oder 202 Akt.-Ges. vorliegen. Ist das nicht der Fall, so kann die Hauptversammlung nur den bisherigen Aufsichtsrat abberufen und andere Aufsichtsratsmitglieder wählen, von denen angenommen werden kann, daß sie künftig die Interessen der Aktionäre, die eine höhere Gewinnausschüttung wünschen, stärker berücksichtigen. Schließlich besteht noch die Möglichkeit, dem Vorstand das Mißtrauen auszusprechen.

Ausschluß des Reingewinnes von der Verteilung durch die Hauptversammlung :

Die Hauptversammlung kann zwar nicht beschließen, den ihr vom Vorstand vorgelegten Jahresabschluß abzuändern; sie kann insbesondere nicht die in der Bilanz vorgenommenen Abschreibungen, Wertberichtigungen, Rücklagen und Rückstellungen rückgängig machen. Die Hauptversammlung kann aber gem. § 126 Abs. 3 Satz 2 den Reingewinn ganz oder teilweise von der Verteilung ausschließen. Insofern hat auch die Hauptversammlung - allerdings nur im begrenzten Umfang - Einfluß auf die Gewinnausschüttung.

Die Möglichkeit des § 126 Abs. 3, den Reingewinn ganz von der Verteilung auszuschließen, könnte u.U. in Widerstreit zu § 52 Akt.-Ges. treten, wonach der Aktionär einen gesetzlichen Anspruch auf den Jahresgewinn hat. Nach herrschender Auffassung ²⁾ ist die Hauptversammlung nur insoweit befugt, von der Möglichkeit des § 126 Abs. 3 Gebrauch zu machen, als dies in der Satzung festgelegt ist. Die Hauptversammlung ist aber berechtigt - auch wenn eine ausdrückliche Satzungsbestimmung, daß sie über den Gewinn anderweitig verfügen darf, nicht besteht - einen Gewinnvortrag im üblichen Rahmen zu bilden. Bei diesem Gewinnvortrag kann es sich jedoch nur um

1) Vgl. hierzu im einzelnen: A. Schnettler, Artikel: Dividende und Dividendenpolitik, a.a.O., Sp. 1439

2) H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung ..., a.a.O., Tz. 18 zu § 126, S. 39

einen unwesentlichen Spitzenbetrag handeln ¹⁾.

ba₂) Beeinflussung der Gewinnausschüttung durch staatliche Maßnahmen

Auch durch staatliche Maßnahmen können Abweichungen zwischen ausgeschüttetem und erzieltm Gewinn hervorgerufen werden. Der Staat kann einmal direkt auf die Verteilung der erzielten Gewinne einwirken, er kann aber auch indirekt die Gewinnausschüttung beeinflussen ²⁾.

Indirekte Einflußnahme seitens des Staates auf die Gewinnausschüttung:

Die indirekte Einflußnahme des Staates erfolgt vor allem durch das Gesellschaftsrecht und durch die handels- und steuerrechtlichen Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften. Obgleich diese Bestimmungen vorwiegend anderen Zwecken dienen, ist mit ihnen auch in beachtlichem Maße eine Beeinflussung der Gewinnausschüttung möglich ³⁾.

Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang das Ertragssteuerrecht, d.h. also bei Aktiengesellschaften die Vorschriften des Körperschaftsteuergesetzes. Der Staat kann hier durch unterschiedliche Besteuerung der ausgeschütteten und der nicht ausgeschütteten Gewinne großen Einfluß auf die Dividendenpolitik der Gesellschaften nehmen, wie die Erfahrungen der letzten Nachkriegsjahre gezeigt haben.

Bis zur Steuerreform vom 24.6.1953 ist in der Bundesrepublik Deutschland die Nichtausschüttung von Gewinnen steuerrechtlich begünstigt worden. Auf diese Weise wurden die Dividendenzahlungen verhältnismäßig niedrig gehalten. Mit der Steuerreform von 1953 wurde dann die steuerliche Begünstigung der

1) H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung ..., a.a.O., Tz. 19 zu § 126, S. 40

2) Vgl. hierzu vor allem: A. Schnettler, Artikel: Dividende und Dividendenpolitik, a.a.O., Sp. 1441

3) A. Schnettler, a.a.O., Sp. 1441

ausgeschütteten Gewinne eingeführt. Der allgemeine Körperschaftssteuersatz, der zunächst 60 % betrug, wurde mit der Steuerreform 1954/55 auf 45 % gesenkt; ausgeschüttete Gewinne werden aber seither nur noch mit 30 % besteuert. Durch die Einführung des gespaltenen Körperschaftssteuersatzes wurde die Ausschüttung von Gewinnen steuerlich begünstigt. Die steuerliche Begünstigung der Ausschüttung von Gewinnen wurde auch in der Steuerreform 1958 beibehalten 1).

Direkte Einflußnahme seitens des Staates auf die Gewinnausschüttung:

Der Staat kann direkt auf die Gewinnausschüttung der Unternehmungen Einfluß nehmen, indem er Gewinnausschüttungsgebote und -verbote erläßt 2). Am bekanntesten sind diesbezüglich das Gesetz über die Gewinnverteilung bei Aktiengesellschaften (Anleihestockgesetz) vom 4.12.1934 und die Verordnung zur Begrenzung von Gewinnausschüttungen (Dividendenabgabeverordnung) vom 12.6.1941.

Durch die Dividendenabgabeverordnung wurde die Gewinnausschüttung bei Kapitalgesellschaften auf grundsätzlich 6 % begrenzt. Wurden mehr als 6 % Dividende ausgeschüttet, so sollte die Mehrdividende nicht an die Anteilseigner ausgezahlt, sondern von der Gesellschaft für die Anteilseigner in Schatzanweisungen des Reiches angelegt und treuhänderisch verwaltet werden. Anderenfalls mußte für die Mehrdividende eine Dividendenabgabe entrichtet werden, deren Sätze je nach der Höhe der Mehrdividende gestaffelt waren.

Die Dividendenabgabeverordnung sollte nur für die Dauer des Krieges in Kraft sein, wurde aber nach Kriegsschluß zunächst beibehalten und erst 1952 aufgehoben.

bb) Der Zusammenhang zwischen Dividende und erzieltm Gewinn in langfristiger Sicht

Wie oben gezeigt wurde, sind Abweichungen zwischen ausgeschüttetem Gewinn und tatsächlich erzieltm Gewinn grundsätzlich möglich. Im folgenden soll noch einmal auf die Bil-

1) Bezüglich Einzelheiten vgl. "Reform des Steuerrechts 1958", herausgegeben von der Deutschen Bank A.G., August 1958, S. 78 ff.

2) A. Schnettler, Artikel: Dividende und Dividendenpolitik, a.a.O., Sp. 1442

dung stiller Reserven bei der Bilanzfeststellung eingegangen werden, und zwar auf das Beispiel der überhöhten Anlagenabschreibungen. Die Frage ist, wie lange Dividenden und erzielte Gewinne voneinander abweichen können, wenn einmal von der Bildung offener Rücklagen aus dem Gewinn und von der Nichtausschüttung des Gewinnes durch die Hauptversammlung abgesehen wird. Es ist zu prüfen, ob stille Reserven nur kurz- bzw. mittelfristig (d.h. nur über einige Rechnungsperioden hinweg) gebildet werden können oder auch für längere Zeit, anders ausgedrückt, ob langfristig mehr an Aufwand verrechnet werden kann als bei genauer Rechnung erforderlich wäre ¹⁾.

bb₁) Dividende und Gewinn bei partieller Betrachtungsweise

Bei partieller Betrachtungsweise, d.h. bei Betrachtung eines einzelnen Wirtschaftsgutes (z.B. einer Maschine, eines Gebäudes, eines Werkzeuges usw.) für die Dauer seiner Zugehörigkeit zum Unternehmen, ist die Antwort einfach. Langfristig kann in der Periodenrechnung Aufwand nur in Höhe der bei der Anschaffung bzw. Herstellung des Wirtschaftsgutes entstandenen Ausgabe verrechnet werden. Was in der einen Rechnungsperiode an Aufwand verrechnet wird, kann in den anderen Rechnungsperioden nicht erneut als Aufwand in Ansatz gebracht werden. Das ergibt sich aus der Bindung der Werte an die Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten und aus dem Grundsatz der formellen Bilanzkontinuität ("Bilanzidentität"), der im Handels- und Steuerrecht verwirklicht ist, wonach die Werte der Schlußbilanz eines Jahres in die Anfangsbilanz des folgenden Jahres übernommen werden müssen. Die bei den einzelnen Wirtschaftsgütern gebildeten stillen Reserven lösen sich später automatisch wieder auf ²⁾.

1) Vgl. hierzu A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O.. S. 106 f. Von der Möglichkeit, Beträge, die keinen betrieblichen Aufwand darstellen, als Betriebsaufwand zu verbuchen (z.B. die unterschiedlichen Formen der Privatentnahme), soll hier abgesehen werden.

2) H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung ..., a.a.O., Tz. 83 und 84 zu § 129, S. 168 f.

Möglich ist unter diesen Bedingungen lediglich die Manipulation des Gewinnes eines oder einiger weniger Jahre durch überhöhten Ansatz von Aufwendungen. Insgesamt, für die Lebensdauer des Wirtschaftsgutes gesehen, sind jedoch nur zeitliche Aufwandsverschiebungen, nicht dauernde Gewinnkürzungen möglich.

bb₂) Dividende und Gewinn bei totaler Betrachtungsweise

Ähnlich lautet die Beantwortung der Frage bei totaler Betrachtungsweise, d.h. bei Betrachtung der Gesamtheit der Wirtschaftsgüter eines Unternehmens unter Berücksichtigung von Zugängen. Wenn in einem Unternehmen Jahr für Jahr Investitionen größeren Ausmaßes getätigt werden, kann das Unternehmen in der Periodenrechnung zwar für längere Zeit mehr Abschreibungen in Ansatz bringen als bei genauer Rechnung erforderlich wären. Auf diese Weise ist für einige Zeit eine Gewinnmanipulation möglich. Der überhöhte Aufwand in den ersten Rechnungsabschnitten wird aber, sobald die Investitionen zurückgehen, ja sogar bei gleichbleibend hohen Investitionen pro Jahr, in den folgenden Rechnungsabschnitten durch eine entsprechend niedrigere Aufwandsverrechnung automatisch wieder ausgeglichen, weil der Buchwert der Wirtschaftsgüter (durch die Abschreibungen) sinkt und somit pro Jahr weniger abgeschrieben werden kann.

Daraus folgt, daß auch bei Betrachtung der Gesamtheit der Wirtschaftsgüter eines Unternehmens unter Berücksichtigung von Anlagenzugängen eine Gewinnmanipulation, langfristig gesehen, nicht möglich ist ¹⁾. Zwar ist der Zeitraum, für den eine Aufwandsverschiebung denkbar ist, größer. Einmal jedoch muß auch hier der Gewinn in voller Höhe ausgewiesen werden.

Schwierigkeiten für eine dauernde Gewinnmanipulation ergeben sich im übrigen auch daraus, daß das im Unternehmen arbeitende

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 106

Kapital durch die ständige Zurückbehaltung der Gewinne (sogen. verdeckte Selbstfinanzierung) laufend vergrößert wird. Sofern das im Unternehmen gebildete Kapital eine Rendite in gleicher Höhe wie das übrige Kapital abwirft, müssen die betrieblichen Erträge in späteren Rechnungsabschnitten immer mehr wachsen. Eine langfristige Gewinnverdeckung wird daher nicht nur von der Aufwandsseite her, sondern auch durch tendenziell steigende Erträge (aus Selbstfinanzierung) erschwert.

Man kann deshalb sagen, daß bei langfristiger Betrachtung Gewinnmanipulationen nicht möglich sind. Der erzielte Gewinn kann auf lange Sicht nicht vom ausgewiesenen Gewinn der Handelsbilanz abweichen, so daß zwischen ausgeschütteter Dividende und erzielttem Gewinn langfristig keine Unterschiede auftreten können.

bc) Zusammenfassung und Ergebnis

Eine Gewinnmanipulation durch Bildung stiller Reserven, d.h. durch Ansatz überhöhter Aufwendungen, ist zwar langfristig nicht möglich. Kurz- bzw. mittelfristig kann jedoch auf diesem Wege die Gewinnhöhe und damit auch die Dividende beeinflusst werden.

Außerdem ist eine Beeinflussung der Dividendenhöhe durch Bildung offener Rücklagen und durch Nichtausschüttung des verteilungsfähigen Gewinnes durch die Hauptversammlung möglich. Evtl. können auch staatliche Maßnahmen Einfluß auf die Gewinnausschüttung haben. Es ist deshalb möglich, daß der ausgeschüttete Gewinn zeitweilig mehr oder weniger vom erzielten Gewinn abweicht.

Daraus folgt, daß die sich aufgrund der jeweiligen Dividendenzahlungen unter Berücksichtigung von Marktzinsfuß und Risiko bildenden Aktienkurse nicht unbedingt, zumindest kurzfristig nicht, der tatsächlichen Ertragslage der Unternehmen zu entsprechen brauchen, so daß eine Bewertung mit dem Börsenkurswert nur bedingt sinnvoll sein kann. Selbst wenn also nur Rentabilitätsüberlegungen für die Kursbildung

maßgebend sind, kann die Bewertung von Unternehmungen mit dem Börsenkurswert evtl. zu falschen Ergebnissen führen.

c) Die tatsächlichen Zusammenhänge zwischen Dividende und Kurs in den Nachkriegsjahren

In den Ausführungen der Abschnitte a) und b) wurde stets vorausgesetzt, daß allein Rentabilitäts- bzw. Rendite-Überlegungen für das Verhalten der Käufer und Verkäufer an der Börse maßgebend sind. Diese Voraussetzung war früher - zumindest für die Zeit vor dem 1. Weltkrieg - eindeutig gegeben. Bis 1914 konnte ohne weiteres unterstellt und auch mathematisch-statistisch nachgewiesen werden ¹⁾, daß die Kurse in erster Linie von der Dividendenhöhe bestimmt wurden. Für die Jahre zwischen den beiden Weltkriegen, vor allem für die Zeit von 1925 - 1931 und von 1934 - 1937, kann festgestellt werden, daß auch in diesem Zeitraum die Dividenden noch eine maßgebliche Rolle bei der Kursbildung gespielt haben ²⁾.

Im folgenden soll untersucht werden, ob die Voraussetzung, daß vorwiegend Rentabilitätsgesichtspunkte an der Börse berücksichtigt werden, auch in der heutigen Zeit noch als realistisch angesehen werden kann. Es soll anhand des vorliegenden statistischen Materials geprüft werden, welche Zusammenhänge tatsächlich zwischen Dividende, Zins, Risiko und Kurs in der Nachkriegszeit bestanden haben.

ca) Der Kurs der Aktien mit Dividende und der Kurs der Aktien ohne Dividende

Die vorliegenden Statistiken zeigen, daß auch heute noch ein Zusammenhang zwischen Kurs und Dividende gegeben ist. Das wird

1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 6 ff. und S. 20

2) Vgl. O. Donner, a.a.O., S. 21; ferner H. Hampel, Der deutsche Aktienmarkt seit der Weltkrise, Diss. Erlangen 1952, S. 159 ff.

daraus ersichtlich, daß die Kurse der Aktien, auf die keine Dividende ausgeschüttet wird, niedriger sind als die Kurse der Aktien mit Dividende. So betrug z.B. der Kursdurchschnitt sämtlicher an den Börsen des Bundesgebietes gehandelter Stammaktien von Gesellschaften mit Sitz im Bundesgebiet im Jahre 1958 bei Aktien mit Dividende 288 %, während der Kursdurchschnitt der Aktien ohne Dividende bei 140 % lag. Die gleichen Unterschiede sind für die davor liegenden Jahre zu verzeichnen, wie aus der nachfolgenden Tabelle hervorgeht:

Kursdurchschnitte von Aktien mit Dividende und von Aktien ohne Dividende 1953 - 1958

(in Klammern: Zahl der erfaßten Gesellschaften)

	1953	1954	1955	1956	1957	1958
Aktien mit Dividende	121 (390)	194 (478)	213 (546)	187 (572)	190 (579)	288 (575)
Aktien ohne Dividende	82 (270)	144 (198)	130 (136)	102 (114)	87 (90)	140 (82)

Quelle: Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1956, 1957, 1958 und 1959

ob) Die Aktienrendite und die Rendite festverzinslicher Wertpapiere

Allerdings spielt die Dividende heute nicht mehr wie früher die ausschlaggebende Rolle bei der Kursbildung ¹⁾. Das zeigt sich u.a. daran, daß die Aktienrendite z.Zt. beachtlich niedriger ist als die Realverzinsung festverzinslicher Wertpapiere. Würden Dividende und Risiko heute noch maßgebend für die Kursbildung sein, so müßte die Aktienrendite wegen des Ertragsrisikos über der Effektiv-Verzinsung der festverzinslichen Papiere liegen, selbst wenn man berücksichtigt, daß das Ertragsrisiko bei Aktien in der heutigen Zeit, in der die Vollbeschäftigung und ihre Stabilisierung oberstes Ziel der staatlichen Wirtschaftspolitik ist, niedriger zu veranschlagen ist als früher.

In der folgenden Tabelle sind Dividende und Rendite aller börsennotierten Aktien und die Rendite festverzinslicher Wertpapiere einander gegenübergestellt worden. Dividende und Rendite beziehen sich auf sämtliche notierten Aktien einschl. der Aktien ohne Dividende. Die Rendite festverzinslicher Papiere ist für ausgewählte steuerbefreite, steuerbegünstigte und vollbesteuerte Effekten berechnet worden. Die Renditeberechnungen beziehen sich jeweils auf das Jahresende.

1) Vgl. auch K. Daeves, Hängt der Aktienkurs von der Dividende ab ?, "Handelsblatt" 5/55 vom 14.1.1955; K. Herrmann, Die Statistik der Börsenwerte der Aktien, "Wirtschaft und Statistik", 8. Jahrgang NF 1956, Heft 4, S. 188 ff.; ferner: Die Kursbewegung an den Wertpapiermärkten im Jahre 1959, "Wirtschaft und Statistik", 12. Jahrgang NF 1960, Heft 1, S. 64 ff.; H. Zintzen, Die vermögenssteuerliche Bewertung von nicht notierten Aktien und Anteilen, "Rundschau für GmbH.", 46. Jahrgang 1955, Nr. 10, S. 188 ff.

Aktiendividende und Aktienrendite ¹⁾ sowie Rendite festverzinslicher Wertpapiere ²⁾ 1953 - 1959

	Aktien- divi- dende	Aktien- rendite	Rendite festverzinslicher Wertpapiere			
			5 % Pfand- brief steuer- frei	8 % Ind.- obli- gat. steuerbe- günstigt	6 % Pfand- brief vollbe- steuert	8 % Ind.- obli- gat. vollbe- steuert
1953	2,97	2,87	5,30	8,16	-	-
1954	4,80	2,65	5,02	7,78	-	-
1955	6,31	3,10	4,97	7,81	6,06	-
1956	7,54	4,15	5,38	8,07	6,37	-
1957	8,64	4,64	5,36	7,79	6,70	7,80
1958	9,28	3,29	4,70	7,59	5,92	7,86
1959	10,63	2,19	4,46	7,75	6,04	7,64

1) Quelle: "Wirtschaft und Statistik", 12. Jahrgang, Heft 1, 1960, S. 66/67

2) vom Verf. errechnet

Die Tabelle zeigt, daß die Aktienrendite von 1953 bis 1957 ständig gestiegen ist, seit 1958 aber eine fallende Tendenz aufweist und mit 2,19 % noch unter dem Stand von 1953 mit 2,87 % liegt. Verglichen mit der Rendite der 5 %igen steuerbefreiten Pfandbriefe lag die Aktienrendite 1957 absolut nur um 0,72 % unter der Rendite der Pfandbriefe, im Jahre 1959 jedoch um 2,27 %. Die absolute Differenz zwischen Aktienrendite und Pfandbriefrendite ist noch größer, wenn man die Rendite der 6 %igen vollbesteuerten Pfandbriefe zugrundelegt.

Die Differenz betrug Ende 1959 fast 4 %. Das bedeutet: der Käufer eines festverzinslichen Wertpapiers konnte Ende 1959 mit dem gleichen Kapitaleinsatz einen dreimal so hohen Ertrag erzielen, als wenn er eine Aktie kaufte. Würden heute allein Rentabilitätsüberlegungen maßgebend sein, so müßten deshalb festverzinsliche Papiere gekauft und Aktien verkauft werden, d.h. der Unterschied in der Verzinsung müßte verschwinden. Wenn die Aktienrendite Ende 1959 nur noch 36 % der Realverzinsung von Rentenpapieren ausmachte, so läßt diese Tatsache nur den Schluß zu, daß andere Faktoren als die Dividende für die Kursbildung maßgebend gewesen sein müssen.

Das gleiche Bild ergibt sich für die Jahre 1953 und 1954. Auch in diesen Jahren war der Zusammenhang zwischen Aktienrendite und Marktzinsfuß nur sehr locker. Nur in den Jahren von 1955 bis 1958 scheint ein engerer Zusammenhang zwischen Aktienrendite und Marktzinsfuß bestanden zu haben.

Die Entwicklung der Aktienrendite und des Kapitalmarktzinses in den letzten Jahren zeigt also, daß eine völlige Umkehrung der Zinsrelationen in der Bundesrepublik Deutschland stattgefunden hat. Nach den "klassischen" Regeln sollte die Aktienrendite höher als der Kapitalmarktzins sein, weil die Aktie mit größeren Risiken behaftet ist. Tatsächlich hat die Aktienrendite aber in der Nachkriegszeit nie den Kapitalmarktzins erreicht, geschweige denn überschritten. Daraus muß gefolgert werden, daß die Aktiendividenden in den Nachkriegsjahren keinen entscheidenden Einfluß mehr auf die Kursbildung an der Börse gehabt haben.

Im Gegensatz dazu scheint die "klassische Regel" im Ausland, vor allem in den angelsächsischen Ländern, bis vor kurzer Zeit noch Gültigkeit besessen zu haben. Erst seit 1958 bzw. 1959 sind auch dort die Renditerelationen umgekehrt worden, wenn auch nicht in dem Maße wie in der Bundesrepublik.

Relation von Aktienrendite und Kapitalmarktzins
im Ausland in v.H. 1958 - 1960

		Aktien- rendite	Kapital- markt- zins	Marge	
USA	Anfang 1958	4,52	3,10	+ 1,42	
	" 1959	3,14	3,83		- 0,69
	" 1960	3,17	4,58		- 1,41
Großbri- tannien	Anfang 1958	6,67	5,37	+ 1,30	
	" 1959	5,19	4,85	+ 0,34	
	" 1960	3,90	5,17		- 1,27
Schweiz	Anfang 1958	3,25	3,49		- 0,24
	" 1959	2,89	3,00		- 0,11
	Ende 1959	2,31	3,29		- 0,98

Quelle: Die Börse 1959, herausgegeben von der Berliner Bank,
Januar 1960, S. 19

3.) Substanz- bzw. Sachwertüberlegungen der Käufer und
Verkäufer und ihr Einfluß auf den Börsenkurs der
Aktien

a) Allgemeines

Außer der Dividende bzw. dem Gewinn der Unternehmung kann
noch eine andere betriebliche Größe für die Kursbildung von
Bedeutung sein: der sogen. Substanzwert der Unternehmung.
Die Kursentwicklung an der Börse kann unter bestimmten Be-
dingungen sehr stark von dieser Größe beeinflusst werden.

In den folgenden Ausführungen wird zu zeigen sein, welche Zu-
sammenhänge im einzelnen zwischen Substanzwert der Unterneh-

mung und Kurs bestehen können, vor allem, unter welchen Bedingungen es ökonomisch richtig und sinnvoll erscheinen kann, statt der Dividende bzw. des Gewinnes den Substanzwert der Unternehmung bei der Bewertung der Aktien zu berücksichtigen.

Dabei ist stets zu beachten, daß die Substanz der Unternehmung als solche keinen Wert bzw. Preis hat, sofern sie nicht ökonomisch genutzt werden kann ¹⁾. Der Wert der Unternehmungssubstanz wird bestimmt durch die Möglichkeiten, sie im Wirtschaftsprozess rationell einzusetzen und einen Gewinn zu erzielen. Ohne ökonomische Einsatzmöglichkeiten hat die Unternehmungssubstanz nur Liquidations- bzw. Schrottwert. Daraus folgt, daß der Substanzwert der Unternehmung nur eine Rolle bei der Kursbildung spielen kann:

a) wenn der Substanzwert an der Börse als Indiz für die Ertragskraft der Unternehmung, als Anhaltspunkt für die Schätzung der zukünftigen Gewinne betrachtet wird. Solche Zusammenhänge werden vor allem in normalen Zeiten und bei langfristigen Börsenengagements gegeben sein (vgl. die Ausführungen unter c).

b) wenn Rentabilitätsüberlegungen an der Börse keine Rolle mehr spielen und stattdessen andere Gesichtspunkte, vor allem das Sachwertdenken, in den Vordergrund treten. Solche Zusammenhänge können vor allem in Zeiten steigender Preise, besonders bei inflationistischen Preissteigerungen, gegeben sein (vgl. die Ausführungen unter d).

b) Begriffliche Abgrenzungen

Es ist zu unterscheiden zwischen dem effektiven Substanzwert der Unternehmung, dem sichtbaren Substanzwert der Unternehmung und dem Substanzwert der Aktie.

1) Vgl. K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 19; E. Schmalenbach, Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 58 f.

Unter dem effektiven Substanzwert der Unternehmung ist der tatsächliche Wert des Eigenkapitals der Unternehmung unter Berücksichtigung der offenen und stillen Reserven zu verstehen. Der effektive Substanzwert errechnet sich durch Addition der Tageswerte sämtlicher Wirtschaftsgüter des Unternehmens einschließlich der Rechte nach Abzug sämtlicher Verbindlichkeiten. Die sogen. immateriellen Werte, wie z.B. besonders gute Organisation des Unternehmens, besonders gute Beziehungen zu den Lieferanten und Abnehmern, Firmenname usw. finden bei der Errechnung des Substanzwertes keine Berücksichtigung. Die Addition der Tageswerte der im Unternehmen gebundenen Wirtschaftsgüter ergibt nur den Wert für die isoliert gesehenen einzelnen Vermögensgegenstände; unberücksichtigt bleibt dabei die Leistungskraft des Unternehmens als Organismus und die Ertragslage ¹⁾. Der Substanzwert der Unternehmung ist deshalb nicht mit dem Verkehrswert der Unternehmung gleichzusetzen ¹⁾.

Der sichtbare Substanzwert ²⁾ der Unternehmung entspricht dem in der Bilanz ausgewiesenen Eigenkapital der Unternehmung, also der Summe aus Grundkapital plus offene, gesetzliche und freiwillige Rücklagen. Man spricht in diesem Zusammenhang auch vom Buch- bzw. Bilanzwert des Eigenkapitals. Sind keine stillen Reserven vorhanden, so ist der sichtbare Substanzwert mit dem effektiven Substanzwert identisch.

Unter Substanzwert der Aktie ist der auf die einzelne Aktie entfallende Anteil am Substanzwert des Eigenkapitals der Unternehmung zu verstehen. Je nachdem, ob vom effektiven oder vom sichtbaren Substanzwert des Eigenkapitals ausgegangen wird, ist zwischen einem effektiven und einem sichtbaren Substanzwert der Aktie zu unterscheiden. Jede Veränderung des Substanzwertes der Unternehmung führt ceteris paribus zu einer entsprechenden Änderung des Substanzwertes der Aktie.

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 60 f.

2) Der Terminus "sichtbarer Substanzwert" wird vor allem in den Veröffentlichungen des Statistischen Bundesamtes, Wiesbaden, verwendet.

c) Der Zusammenhang zwischen Substanzwert und Gewinn und seine Bedeutung für die Kursbildung

ca) Der sichtbare Substanzwert als Indiz für die Ertragskraft der Unternehmung

Zusammenhänge zwischen Substanzwert und Kurs können sich, wie schon gesagt, daraus ergeben, daß das Börsenpublikum den Substanzwert der Unternehmung als Anhaltspunkt bei der Schätzung der zukünftigen Gewinne in seinen Dispositionen berücksichtigt. Das kann insbesondere dann der Fall sein, wenn langfristige Engagements an der Börse beabsichtigt sind, bei denen vor allem die zukünftige Gewinnentwicklung des Unternehmens von entscheidender Bedeutung ist, oder wenn vorübergehend keine oder nur niedrige Dividenden ausgeschüttet wurden, die Ertragskraft des Unternehmens aber bekanntermaßen höher eingeschätzt werden muß.

In diesen Fällen kann es ökonomisch durchaus richtig sein, statt der letzten Dividende den Substanzwert bei der Bewertung von Aktien zu berücksichtigen. Denn Höhe und Entwicklung des Substanzwertes lassen - von einigen Einschränkungen, die unter cb) erörtert werden, abgesehen - Rückschlüsse auf die Ertragskraft, auf die zukünftige Gewinnentwicklung des Unternehmens zu, weil zwischen investiertem Kapital und erzieltm Gewinn Zusammenhänge bestehen ¹⁾.

cb) Die Beziehungen zwischen Reingewinn und sichtbarem Substanzwert

Eine andere Frage ist, wie stark die Zusammenhänge zwischen Reingewinn und sichtbarem Substanzwert im Einzelfall sind.

1) K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 19 f und S. 21

In vielen Fällen dürfte es zu weit gehen, eine enge funktionale Abhängigkeit zwischen Reingewinn und sichtbarem Substanzwert zu unterstellen. Folgende Gesichtspunkte sind zu berücksichtigen:

a) Es kann eine Fehlinvestition vorliegen, die sich u.U. erst zu einem späteren Zeitpunkt als solche herausstellt. In diesem Falle ist das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital zu hoch angesetzt und die Ertragskraft des Unternehmens niedriger zu veranschlagen.

b) Das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital, d.h. die Summe aus Grundkapital plus offene Rücklagen (gesetzliche und freiwillige Rücklagen) plus evtl. Gewinn bzw. Gewinnvortrag, wird in der Regel nicht mit dem effektiv im Betrieb arbeitenden Eigenkapital übereinstimmen. Hat das Unternehmen beträchtliche stille Rücklagen gebildet, sagt das bilanzielle Eigenkapital wenig über das tatsächliche Eigenkapital aus. Abweichungen zwischen ausgewiesenem Eigenkapital und effektiv arbeitendem Eigenkapital sind zwar langfristig nicht möglich, da die Bildung und Erhaltung stiller Reserven auf lange Sicht nicht durchführbar ist. Auf kurze bzw. mittlere Frist können aber stille Reserven gebildet und erhalten werden, so daß Abweichungen zwischen ausgewiesenem und tatsächlichem Eigenkapital vorkommen können.

c) Die Rendite des investierten Kapitals unter Berücksichtigung der Risiken ist nicht in allen Unternehmen gleich. Sie ist einmal unterschiedlich von Branche zu Branche. Sie variiert aber auch innerhalb der gleichen Branche in Betrieben der gleichen Größe, mit gleichem Produktionsprogramm, mit gleicher Produktionstiefe usw. Zwar leistet eine Einheit Kapital - isoliert gesehen - überall das gleiche. Weil das Kapital kein eigenständiges dynamisches Leistungsvermögen besitzt, hat eine Einheit Kapital im Wirtschaftsleben die gleiche Wirkungskraft wie jede andere Kapitaleinheit ¹⁾.

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 60 und S. 377

Insofern kann - von der Einheit Kapital her gesehen - die Verzinsung des Kapitals nicht unterschiedlich sein. Daß die Rendite des investierten Eigenkapitals in den Betrieben tatsächlich verschieden hoch ist, liegt einmal an der Wirksamkeit der persönlichen Leistungsfaktoren, vor allem am dispositiven Faktor ¹⁾. Durch richtigen Einsatz des Kapitals (z.B. in Form von Maschinen) am richtigen Platz und zur richtigen Zeit, durch ein besonders gutes Betriebsklima, durch eine besonders gut eingespielte Organisation und durch Ausnutzung aller Marktchancen beim Einkauf und Verkauf usw. kann die Verzinsung des investierten Kapitals vom Branchendurchschnitt abweichen. Zum anderen kann eine überdurchschnittliche Rendite des Kapitals durch außerbetriebliche Einflüsse, z.B. durch technischen Fortschritt, partielle Preissteigerungen (Preissteigerungen auf den Absatzgütermärkten) usw. hervorgerufen werden.

d) Der Substanzwert der Unternehmung als Kursbestimmungsfaktor in Zeiten steigender Preise

Wie schon auf S. 34 f. ausgeführt, gewährt die Aktie nicht nur einen Anspruch auf Beteiligung am erzielten Gewinn, sondern verbrieft auch einen Anteil am Vermögen der Unternehmung. Diese Tatsache kann in Zeiten steigender Preise, d.h. bei sinkendem Geldwert, für die Kursbildung an der Börse von ausschlaggebender Bedeutung sein.

da) Die Dispositionen des Börsenpublikums in Zeiten steigender Preise

Bei steigenden Preisen, vor allem, wenn schon seit einiger Zeit Preissteigerungen größeren Ausmaßes zu verzeichnen sind, kann die Furcht vor Geldwertverschlechterungen so groß sein,

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 377

daß die Verzinsung des in den Aktien angelegten Geldes, d.h. die Rentabilität der Geldanlage, bei den Überlegungen des Börsenpublikums kaum noch eine Rolle spielt. Die Dispositionen des Publikums werden unter diesen Bedingungen maßgeblich von der Überlegung bestimmt, die Geldanlage gegen Kaufkraftschwund zu sichern.

Die Aktie kann, wie schon an anderer Stelle ausgeführt, diese verlangte Sicherheit bieten, da jede allgemeine Preissteigerung (anders evtl. bei partiellen Preissteigerungen !) eine entsprechende Wertsteigerung der Substanz des Unternehmens und damit auch eine Erhöhung des Substanzwertes der Aktie bedeutet ¹⁾. Aus diesem Grunde kann es wirtschaftlich sinnvoll sein, wenn sich das Börsenpublikum in Zeiten steigender Preise, vor allem bei größeren Preissteigerungen, weniger am Gewinn, sondern mehr am Substanzwert des Unternehmens orientiert.

db) Preissteigerungen, Substanzwertsteigerungen und Kurs

Wie sich die Zusammenhänge zwischen Substanzwert und Kurs in Zeiten steigender Preise im einzelnen bemerkbar machen, kann allerdings nur ungefähr angegeben werden.

Die untere Grenze für die Kursbildung (unter dem Einfluß des Substanzwertes) wird im allgemeinen durch das ausgewiesene Eigenkapital, d.h. durch den sichtbaren Substanzwert, gebildet, sofern nicht die Aktiva überbewertet sind, was bei steigenden Preisen kaum der Fall sein wird. In der Regel werden die Buch- bzw. Bilanzwerte, vor allem bei Spezialmaschinen, mindestens Liquidationswerte darstellen, die auf jeden Fall realisierbar sind.

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 70 f.

Schwieriger ist die Bestimmung der oberen Grenze für die Kursbildung. Schwierigkeiten ergeben sich vor allem daraus, daß bei der Beurteilung der Preisentwicklung psychologische Faktoren unter Vernachlässigung wirtschaftlicher Gesichtspunkte eine große Rolle spielen können (z.B. übersteigerte Furcht vor Inflation und Währungsabwertung). Hinzu kommt, daß die zukünftige Preisentwicklung kaum exakt vorhersehbar ist. Weitere Unsicherheiten ergeben sich aus der Abschätzung der stillen Reserven, deren Höhe oft nicht einmal Eingeweihten bekannt ist ¹⁾.

Würde die Kursentwicklung allein von der Preisentwicklung abhängen, müßten die Börsenkurse entsprechend der Veränderung des Substanzwertes der Aktien steigen. Bestimmend für die Kursentwicklung wäre dann allein die Veränderung des Substanzwertes der Aktien infolge der Preissteigerungen.

Eine Frage für sich ist, ob der Börsenkurs der Aktien immer entsprechend den Veränderungen des Substanzwertes der Aktien steigt. Hier dürfte u.a. die Einschätzung der Preisentwicklung von Bedeutung sein. Bei Preissteigerungen geringen Ausmaßes kann eine obere Grenze für die Kursbildung u.U. - bei gegebener Dividendenausschüttung - durch die Rentabilität der Aktien gegeben sein ²⁾. Der Börsenkurs der Aktien kann sich dann zwar innerhalb eines gewissen Spielraumes entsprechend den Preissteigerungen verändern, doch finden die Kurserhöhungen ein Ende, wenn die Aktienrendite zu sehr geschmälert wird. Wie hoch bzw. wie niedrig die Aktienrendite unter diesen Bedingungen sein kann, ist allerdings schwer zu entscheiden. Sie kann aber wegen der Sachwertvorteile unter dem jeweiligen Marktzinsfuß liegen. Anders ist die Situation bei größeren Preissteigerungen. Hier kann der Rentabilitätsgesichtspunkt völlig an Bedeutung verlieren. Die Kursentwicklung richtet sich unter diesen Bedingungen allein nach der

1) A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 233 f.

2) hierauf weist besonders K. Mellerowicz, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, a.a.O., S. 135, hin.

erwarteten Preisentwicklung, so daß die Rendite weit unter dem Marktzins liegen kann.

4.) Die Börsenspekulation und ihr Einfluß auf den Kurs der Aktien

a) Die Spekulation als selbständiger Kursbestimmungsfaktor

Die Börsenspekulation stellt einen selbständigen Kursbeeinflussungsfaktor neben dem Gewinn und dem Substanzwert der Unternehmung dar. Sie ist vor allem für die kurzfristigen Kursbewegungen von Bedeutung.

Als Spekulation werden die auf Gewinnerzielung aus Kursdifferenzen gerichteten Käufe und Verkäufe bezeichnet ¹⁾. Spekulation ist eine "geistige Tätigkeit, welche aus der Erfahrung der Vergangenheit und der Beobachtung der Gegenwart einen Schluß zieht auf die Zukunft" ²⁾. Spekulative Engagements werden eingegangen, um zeitliche Preisunterschiede auszunutzen ³⁾, d.h. um eine bestimmte Kursbewegung abzuwarten und die inzwischen eingetretenen Kursänderungen zu entsprechenden Gegengeschäften auszunutzen. Spekulation liegt beispielsweise vor, wenn Aktien zu einem verhältnismäßig niedrigen Kurs aufgekauft werden mit der Absicht, sie später zu höheren Kursen wieder zu verkaufen.

1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 68

2) A. Weber, Geld, Banken, Börsen, a.a.O., S. 293

3) R. Stucken, Stichwort: Spekulation, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften (HdSW), Neunter Band, 1956, S. 690

b) Die Kursentwicklung unter dem Einfluß der Spekulation

ba) Die Bedeutung des Umfanges der spekulativen und der nicht-spekulativen Umsätze für die Kursbildung

Zur Erklärung und Beurteilung der Kursentwicklung ist es erforderlich, sich ein Bild davon zu machen, in welchem Umfange spekulative und nicht-spekulative Umsätze bei der Kursbildung mitwirken können. Dabei kann sich im Einzelfall folgendes Bild ergeben ¹⁾: Das Gesamtangebot an Aktien an einem bestimmten Börsentag kann aus effektiven Verkäufen zur Realisierung des Aktienbesitzes, aus Abgaben zur Einleitung von Baisseengagements (sogen. Leerabgaben) und aus Abgaben zur Abdeckung eines früheren Spekulationskaufes (sogen. Glattstellungsverkäufen) bestehen. Entsprechend kann sich die Gesamtnachfrage aus Anlagekäufen (effektiven Käufen), spekulativen Käufen (sogen. Meinungskäufen) und Käufen zur Abdeckung früher eingeleiteter Baisseengagements (sogen. Rückkäufen) zusammensetzen. Daraus wird ersichtlich, daß bei wachsendem Anteil der spekulativen Umsätze an den Gesamtumsätzen ein Wandel des Gesamtbildes eintreten kann, ohne daß sich im Verhältnis von Angebot und Nachfrage effektiven Materials etwas geändert hat. Andererseits ist es möglich, daß eine Veränderung beim effektiven Material in Richtung steigender Kurse den Börsenkurs der Aktien nicht berührt, wenn zur gleichen Zeit Leerabgaben und Glattstellungsverkäufe stattfinden ²⁾.

bb) Die Wirkung der spekulativen Umsätze auf die Kursbildung, isoliert gesehen

Für die Beurteilung der Wirkungen der spekulativen Einflüsse

1) Vgl. hierzu und im folgenden: O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 68

2) O. Donner, a.a.O., S. 68

auf den Börsenkurs ist die Tatsache von entscheidender Bedeutung, daß jeder spekulative Kauf oder Verkauf die Notwendigkeit begründet, über kurz oder lang einen Umsatz in entgegengesetzter Richtung vorzunehmen ¹⁾. Jedem Kauf muß später, wenn die Erwartungen realisiert werden sollen, ein Verkauf folgen und umgekehrt. Das bedeutet, daß die Spekulation immer den Keim zu ihrer Korrektur in sich trägt : haben die Haussepositionen das Übergewicht, so drängt dies auf eine spätere Erhöhung des Angebots, überwiegen die Baissepositionen, so führt dies später zu einer erhöhten Nachfrage ¹⁾. Die Wirkung der spekulativen Einflüsse auf den Börsenkurs muß sich deshalb auf lange Sicht gesehen immer wieder ausgleichen. Jede nur spekulativ bedingte Kursbewegung muß irgendwann einmal zu ihrem Ausgangspunkt zurückkehren.

Sind bei der Kursbildung nur spekulative Einflüsse wirksam, so werden aus den obigen Gründen die Kurse um eine Horizontale schwanken. Wirken noch andere Einflüsse bei der Kursbildung mit, die die Kurse über die spekulativen Einflüsse hinweg nach oben oder nach unten drängen (Gewinn bzw. Dividende und Substanzwert), so werden sich die spekulativen Kursbewegungen um eine steigende oder fallende Grundtendenz herumranken ²⁾.

c) Die Mitläufer und die Spekulation

Die durch spekulative Einflüsse hervorgerufenen Kursschwankungen können u.U. ein beachtliches Ausmaß erreichen. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn die sogen. Mitläufer an der Börse stark vertreten sind ³⁾. Ein Teil des Börsenpublikums beschränkt sich nämlich darauf, die gerade bestehende Kursbewegung mitzumachen, d.h. Haussepositionen zu beziehen, wenn die Kurse eine Zeit lang gestiegen sind, und Baisse-

1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 69

2) Ebenda.

3) R. Stucken, Stichwort: Spekulation, a.a.O., S. 692

positionen einzunehmen, wenn die Kurse fallen ¹⁾. Es liegt auf der Hand, daß die Kursschwankungen dadurch verstärkt werden. Wird durch spekulative Deckungsaufträge ein Kursanstieg ausgelöst, so spekulieren die Mitläufer auf Hausse, was zunächst einen neuen Kursauftrieb schafft ²⁾. Der Kursanstieg wird also von den Mitläufern forciert. Sobald die Haussiers versuchen, ihre Kursgewinne durch Realisierungskäufe sicherzustellen, sinken ceteris paribus die Kurse. Bei den sinkenden Kursen versuchen auch die Mitläufer, ihren Aktienbesitz abzustoßen. Die Kursbaisse wird von den Mitläufern mit Leerabgaben beantwortet, was die Kurse verstärkt nach unten treibt.

Wie stark die Kursschwankungen jeweils sind und wie groß die Phasendauer der Kurszyklen ist, läßt sich generell nicht sagen. Entscheidend hierfür ist vor allem, ob vorwiegend kurzfristige oder vorwiegend langfristige Börsenengagements eingegangen werden ³⁾.

d) Spekulativ bedingte Kursschwankungen und ihre Bedeutung für die Anwendung des Börsenkurswertes

Spekulativ bedingte Kursschwankungen stehen im allgemeinen nicht im Zusammenhang mit dem Wert der Unternehmung. Durch spekulative Einflüsse können beispielsweise Kurserhöhungen eintreten, ohne daß der Wert der Unternehmung gestiegen ist. Fast immer stehen bei der Spekulation Überlegungen besonderer Art im Vordergrund, während die Entwicklung des Unternehmens in der Regel nur eine zweitrangige Rolle spielt. Das bedeutet, daß der Börsenkurswert nur noch bedingt brauchbar ist für die Bewertung eines Unternehmens, wenn die Börsenkurse der Aktien stark spekulativ beeinflußt sind.

1) R. Stucken, Stichwort: Spekulation, a.a.O., S. 692

2) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 69

3) O. Donner, a.a.O., S. 70

Andererseits ist aber die Stärke, mit der sich die spekulativen Einflüsse bei der Kursbildung bemerkbar machen, von einer Vielzahl von Faktoren abhängig. Hinzuweisen ist vor allem auf den jeweiligen Anteil, den die Spekulationsgeschäfte am gesamten Börsenumsatz haben ¹⁾. Zu nennen ist ferner die Art der Börsengeschäfte ²⁾, d.h. ob vorwiegend Kassa- oder Termingeschäfte abgeschlossen werden, wobei der Spielraum für die Spekulation bei den Termingeschäften am größten ist ³⁾. Von Bedeutung ist außerdem die Bereitwilligkeit der Banken, kurzfristige Effektenkredite zur Verfügung zu stellen, weil die Spekulation hauptsächlich auf Bankkredite angewiesen ist ⁴⁾. Schließlich spielt auch die branchenmäßige Streuung des Aktienangebotes eine Rolle, d.h. der Anteil der ausgesprochenen Spekulationspapiere und der Nicht-Spekulationspapiere (z.B. Textilindustrie - Automobilindustrie) am Angebot. Je geringer der Anteil der Spekulationsgeschäfte am Börsenumsatz ist und je geringer die kurzfristigen Börsenkredite sind, umso niedriger kann der Einfluß der Spekulation auf die Kursbildung und damit auf den Börsenkurswert veranschlagt werden.

Im übrigen ist zu berücksichtigen, daß sich die Auswirkungen der Spekulation auf die Kursbewegung, wie schon ausgeführt, auf lange Sicht gesehen immer wieder ausgleichen müssen. Sofern also ein entsprechend langer Zeitraum bei der Berechnung des Kursdurchschnittes zugrundegelegt wird, können die spekulativen Einflüsse vernachlässigt werden.

1) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, a.a.O., S. 69

2) O. Hintner, Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 110

3) Der Effektenterminhandel wurde an den deutschen Wertpapierbörsen bisher noch nicht wieder aufgenommen. Seit der durch die Reichsregierung im Juli 1931 verfüigten Aussetzung der Effektenterminnotierung ist noch keine Zulassung wieder ausgesprochen worden.

4) R. Stucken, Stichwort: Spekulation, a.a.O., S. 693

5.) Die Markttenge an den Börsen und ihr Einfluß
auf den Kurs der Aktien

Welche Faktoren die Verhaltensweise des Börsenpublikums bestimmen, ist in den vorhergehenden Abschnitten erörtert worden. Von Bedeutung für die Kursbildung sind aber nicht nur die Bestimmungsgründe von Angebot und Nachfrage, sondern auch das Volumen, d.h. die Menge des an der Börse angebotenen Aktienmaterials.

a) Die sogen. Markttenge an den Aktienbörsen

Ist das Angebot an Aktien an der Börse, verglichen mit der Nachfrage, mengenmäßig begrenzt, so spricht man von Markttenge. Eine Markttenge kann nur bei bestimmten oder bei allen an der Börse gehandelten Aktien auftreten. Wenn heute von Markttenge bzw. "Materialknappheit" gesprochen wird, ist damit das im Verhältnis zur Nachfrage unzureichende Angebot bei fast allen an den westdeutschen Börsen gehandelten Aktien gemeint ¹⁾.

b) Die Ursachen der Materialknappheit an den Börsen

Die Materialknappheit an den Aktienbörsen ist in der Hauptsache strukturell bedingt. Eine der wichtigsten Ursachen für die Markttenge ist die Tatsache, daß der größte Teil des Aktienmaterials sich in festen Händen befindet. Der Anteil des sogen. "Schachtelbesitzes" (auf die Dauer bestimmte Beteiligungen der Aktiengesellschaften untereinander) und des sogen. "Dauerbesitzes" (von Bund, Ländern und Gemeinden, Ausländern und sonstigen Eignern) am Grundkapital der westdeutschen Aktiengesellschaften ist im Laufe

1) Vgl. z.B. "Rund um die Börse 1959", herausgegeben von der Commerzbank AG., Dez. 1959, S. 11 f.

der letzten Jahre ständig gestiegen, während der sogen. "Streubesitz" immer mehr zurückgegangen ist. Während Schachtelbesitz und Dauerbesitz 1936 rund 56 % des Grundkapitals der Aktiengesellschaften umfaßten, belief sich der Anteil dieses Besitzes 1956 auf rd. 60 % und stieg bis 1958 auf rd. 69 % ¹⁾. Das bedeutet, daß ein wachsender Teil des Aktienkapitals an der Börse als Angebot nicht mehr verfügbar ist.

Soweit der Festbesitz auf wirtschaftliche Verschachtelungs- bzw. Konzentrationsbetreibungen zurückzuführen ist, wird auch in Zukunft keine Veränderung der Marktlage zu erwarten sein. Eine gewisse Verbreiterung des Marktes wird evtl. erreicht, wenn der Dauerbesitz der öffentlichen Hand auf dem Wege der Reprivatisierung weiter verringert wird. Hindernd für die Vergrößerung des Aktienangebotes durch Abbau des Dauerbesitzes wirkt sich im übrigen die Tatsache aus, daß sich in den Wertpapierportefeuilles infolge der Kurssteigerungen der letzten Jahre beachtliche stille Reserven gebildet haben, die bei einer Realisierung zu hohen Tarifsätzen versteuert werden müßten ²⁾.

Der ständigen Abnahme des Aktienangebotes aus früheren Emissionen an der Börse standen in den letzten Jahren nur relativ niedrige Neuemissionen gegenüber. Die Finanzierung der Investitionen wurde, sofern der Kapitalmarkt in Anspruch genommen wurde, überwiegend auf dem Wege der Fremdkapitalfinanzierung durchgeführt, weil diese Finanzierungsform wegen der Abzugsfähigkeit der Zinsen als Betriebsausgaben gewisse steuerliche Vorteile bot. Erst in jüngster Zeit scheint die Finanzierung durch Neuemission von Aktien wieder an Bedeutung zu gewinnen, nicht zuletzt deshalb, weil die z.Zt. hohen Börsenkurse eine Neuemission zu hohen Ausgabekursen erlauben, wodurch die Eigenkapitalfinanzierung wieder interessant wird.

Eine weitere Ursache für die Marktenge an den Aktienbörsen ist in der Organisation des deutschen Wertpapierhandels zu sehen ³⁾. Während an den Auslandsbörsen die Börsenkommissionäre eine Art Vermittlungsmonopol besitzen, indem Angebot und Nachfrage in vollem Umfang bei ihnen an der Börse zusammengeführt werden ⁴⁾, spielen im deutschen Wertpapier-

1) "Statistik der Bundesrepublik Deutschland", Band 188, Wiesbaden 1957, S. 6 und "Wirtschaft und Statistik", 11. Jahrgang, Heft 2, Febr. 1959, S. 77

2) "Rund um die Börse 1959", a.a.O., S. 11 f.

3) Vgl. hierzu: H. Göppert, Börse und Publikum, Berlin 1930; W. Prion, Ist die Börse reformbedürftig?, Berlin 1932

4) H. Göppert, a.a.O., S. 15 f.

handel die Banken eine große Rolle, die Wertpapiergeschäfte nur an die Börse bringen, soweit sie es für zweckmäßig halten ¹⁾. Zu nennen sind vor allem zwei Möglichkeiten, die den Banken zur Verfügung stehen und die zu einer Verknappung des an der Börse gehandelten Materials führen können: die sogen. Kompensationen oder In-sich-Geschäfte der Banken und das sogen. Selbsteintrittsrecht der Kommissionäre gem. §§ 400 ff. HGB.

Die Kompensationen sind Effektengeschäfte der Banken untereinander ²⁾. Sie erfolgen außerhalb der Börse durch Handel von Büro zu Büro. Dadurch werden die Bankkontore praktisch zu Nebenbörsen. Da der Effektenhandel außerhalb der Börse abgewickelt wird, wirken die Kompensationen bei der Kursfeststellung, wenn überhaupt, nur indirekt mit.

Das Selbsteintrittsrecht des § 400 HGB besagt, daß der Kommissionär (die Bank) einen Auftrag dadurch ausführen darf, daß er das Kaufobjekt selbst als Verkäufer liefert oder das zu verkaufende Wertpapier selbst als Käufer übernimmt, wenn er dabei den amtlich notierten Börsenkurs berechnet ³⁾.

Die Bedeutung dieses Selbsteintrittsrechts für die Banken besteht einmal darin, daß die Bank als Kommissionär bei der Abwicklung der Aufträge ihrer Kunden jede Chance auch für den eigenen Verdienst ausnutzen kann ⁴⁾. Ein weiterer Vorteil besteht in der außerordentlichen Bequemlichkeit und Vereinfachung der Abrechnung ⁴⁾. Hinzu kommt, daß die Bank, die das Wertpapier selbst als Verkäufer liefert oder selbst als Käufer übernimmt, nach § 403 HGB dem Kunden nicht nur die gewöhnliche Provision für Kommissionsgeschäfte, sondern auch

1) H. Göppert, Börse und Publikum, a.a.O., S. 17

2) Vgl. W. Prion, Ist die Börse reformbedürftig?, a.a.O., S. 33 ff.; O. Hintner, Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 39

3) Vgl. W. Prion, a.a.O., S. 45 ff.; O. Hintner, a.a.O., S. 41

4) Vgl. hierzu insbesondere: H. Göppert, a.a.O., S. 19

alle sonstigen Kosten, die bei Kommissionsgeschäften regelmäßig anfallen, berechnen darf, auch wenn die Bank sie nicht zu verauslagen braucht ¹⁾.

c) Die Bedeutung der Materialknappheit für die Kursbildung an der Börse

Die Breite des Aktienmarktes kann auf die Kursentwicklung an der Börse großen Einfluß haben. Müssen - wie es heute der Fall ist - die Kauf- bzw. Verkauforders des Börsenpublikums auf einem Markt realisiert werden, auf dem das mengenmäßige Angebot an Aktien relativ knapp ist, so genügen u.U. schon verhältnismäßig kleine Aufträge, um größere Kursausschläge hervorzurufen. Auftriebstendenzen am Aktienmarkt, beispielsweise infolge erhöhter Gewinne oder steigender Substanzwerte, können durch die Marktenge verstärkt, Kursabschwünge evtl. abgeschwächt werden.

Wie stark der Faktor Marktenge im Einzelfall an der Kursbildung beteiligt ist, läßt sich allerdings nicht angeben. Man muß sich aber immer bewußt sein, daß dieser Faktor bei der Kursbildung mit wirksam ist.

d) Marktenge und Börsenkurswert

Für die Beurteilung des Börsenkurswertes ist es wichtig festzuhalten, daß die Marktenge einen Einflußfaktor darstellt, der in keiner Beziehung zum Wert der Unternehmung steht ²⁾.

1) Vgl. hierzu insbesondere: H. Göppert, Börse und Publikum, a.a.O., S. 19

2) Vgl. hierzu auch A. Schnettler, Betriebsanalyse, a.a.O., S. 75

Die Börsenkurse können unter dem Einfluß der Marktenge ein Niveau erreichen, das von der Ertragslage bzw. von der Substanz der Unternehmung her als überhöht angesehen werden muß. Daraus ergibt sich, daß der Börsenkurswert für die Bewertung eines Unternehmens nicht oder nur mit großen Vorbehalten zu gebrauchen ist, wenn die Marktenge auf die Kursbildung größeren Einfluß hat, wie es in den letzten Jahren vielfach der Fall gewesen ist.

IV. Schlußfolgerungen

Von den in Abschnitt III erörterten vier Einflußfaktoren, die - langfristig gesehen - den Börsenkurs der Aktien beeinflussen, bestimmen nur zwei zugleich auch den Wert der Unternehmung. Es sind dies der Gewinn und der Substanzwert. Demgegenüber sind Spekulation und Marktenge nur für die Kursbildung von Bedeutung, nicht aber für den Unternehmungswert.

Im Hinblick auf die Bräuchbarkeit des Börsenkurswertes für die Bewertung von Unternehmungen ergeben sich daraus folgende Schlußfolgerungen :

1) Der Börsenkurswert kann nur dann sinnvoll angewendet werden, wenn Marktenge und Spekulation keinen starken Einfluß auf die Aktienkurse ausüben. Das bedeutet, daß der Börsenkurswert für die Ermittlung des Gesamtwertes nur bei solchen Unternehmungen herangezogen werden sollte, für deren Aktien ein relativ breiter Markt besteht. Das bedeutet ferner, daß der Börsenkurswert nur sinnvoll angewendet werden kann, wenn es gelingt, spekulativ bedingte Kursbewegungen zu eliminieren. Während es noch relativ leicht ist, spekulative Einflüsse

durch Errechnung von Kursdurchschnitten auszuschalten, dürfte es nicht immer möglich sein, die Störungen, die vom Faktor Marktenge ausgehen, völlig zu eliminieren.

Als Kursdurchschnitte zur Ausschaltung spekulativer Einflüsse kommen in Frage :

(a) Jahresdurchschnitte bzw. 12-Monatsdurchschnitte: diese werden zweckmäßigerweise errechnet aus Monatsdurchschnittskursen, welche wiederum aus den Kursnotierungen an verschiedenen Börsentagen ermittelt werden können ¹⁾. Da spekulativ bedingte Kursbewegungen meistens nur kurzfristiger Natur sind und in der Regel zu ihrem Ausgangspunkt zurückkehren, gleichen sie sich bei Errechnung des Kursdurchschnittes wieder aus. Auch politische Einflüsse, vorübergehende Sonderbewegungen an der Börse usw. können durch Errechnung von 12-Monats-Durchschnitten weitgehend eliminiert werden. Die Errechnung eines Jahresdurchschnittes hat jedoch nur einen Sinn, wenn sich die Kursschwankungen um ein gleichbleibendes Niveau bewegen. Sobald ein steigender oder fallender Trend in der Kursbewegung festzustellen ist, ist der Kursdurchschnitt nicht mehr repräsentativ für die Kursentwicklung des Jahres.

(b) Halbjahresdurchschnitte bzw. 6-Monats-Durchschnitte: die Errechnung kann auf die gleiche Weise erfolgen wie oben erörtert. Zweckmäßigerweise werden dabei die Monatskurse der 2. Jahreshälfte zugrundegelegt, weil sich in diesem Zeitraum die Reaktion des Börsenpublikums auf die letzten Bilanzveröffentlichungen, Geschäftsberichte usw. stärker bemerkbar macht als in der 1. Jahreshälfte.

(c) Zwei- oder Dreimonatsdurchschnitte: diese werden zweckmäßigerweise aus den Durchschnittskursen der Monate errechnet, in denen der Jahresabschluß für das vergangene Geschäftsjahr publiziert wird. Das ist im allgemeinen 3 bis 5 Monate nach Schluß des Geschäftsjahres der Fall, weil die Aktiengesellschaften gem. § 125 Akt.-Ges. von 1937 verpflichtet sind, innerhalb dieses Zeitraumes die Jahresabschlußrechnung zu erstellen.

2) Selbst wenn es gelingt, durch Errechnung von Kursdurchschnitten die Einflüsse der Spekulation und durch entsprechende Auswahl der Unternehmen die Einflüsse der Marktenge zu eliminieren, ist eine Bewertung mit dem Börsenkurswert

1) Das Statistische Bundesamt errechnet z.B. die Jahresdurchschnitte als Durchschnitt aus je vier Stichtagen im Monat; vgl. u.a. Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1959, S. 335

nur mit Vorbehalten möglich, und zwar aus folgenden Gründen :

a) Die Dispositionen der Käufer und Verkäufer von Aktien werden im allgemeinen nicht nur von Rentabilitätsgesichtspunkten bestimmt, sondern auch von Sachwertüberlegungen. Das gilt insbesondere in Zeiten steigender Preise und drohenden Währungsverfalles. Unter Umständen kann das Sachwertdenken so sehr in den Vordergrund der Überlegungen treten, daß die Rentabilität bei der Kursbildung nur noch eine untergeordnete Rolle spielt. Eine Bewertung von Unternehmungen mit dem Börsenkurswert würde unter solchen Bedingungen kaum noch sinnvoll sein.

b) Auch wenn ausschließlich Rentabilitätsgesichtspunkte für das Verhalten des Börsenpublikums maßgebend sind, kann die Bewertung mit dem Börsenkurswert zu falschen Ergebnissen führen. Die wichtigsten Gründe hierfür sind:

ba) Die Kursbildung an der Börse wird in erster Linie von den ausgeschütteten Gewinnen und nicht von den tatsächlich erzielten Gewinnen beeinflusst. Der ausgeschüttete Gewinn kann aber - zumindest kurz- bzw. mittelfristig - erheblich vom tatsächlich erzielten Gewinn abweichen.

bb) Bei der Kursbildung wird im allgemeinen die langfristig zu erwartende Gewinnentwicklung der Unternehmungen zu wenig berücksichtigt. Die Dispositionen des Börsenpublikums werden in der Regel mehr von den jeweils ausgeschütteten Gewinnen bzw. von den in nächster Zeit zu erwartenden Gewinnen bestimmt. Entscheidend für die Bewertung eines Unternehmens sind aber die Gewinne der Zukunft.

bc) Die bei der Kursbildung an der Börse geschätzten Risiken des Aktienbesitzes sind nicht identisch mit den Risiken, die bei der Bewertung von Unternehmungen eine Rolle spielen. Das Unternehmungsrisiko kann deshalb bei der Bewertung mit dem Börsenkurswert nicht gebührend berücksichtigt werden.

- D. Empirische Untersuchung der Zusammenhänge zwischen dem Börsenkurs der Aktien und den Faktoren, welche die Kursbewegung und gleichzeitig auch den Wert der Unternehmung bestimmen
-

I. Einführung

In Teil C wurde gezeigt, welche Faktoren langfristig gesehen das Kursniveau und die Kursentwicklung an der Aktienbörse beeinflussen. Folgende Einflußfaktoren wurden dabei herausgestellt :

- 1.) die Dividende bzw. der Gewinn der Unternehmung unter Berücksichtigung von Risiko und Marktzinsfuß
- 2.) der Substanzwert der Unternehmung
- 3.) die Börsenspekulation und
- 4.) die sogen. Materialknappheit an den Börsen.

Von diesen vier Faktoren bestimmen die beiden ersten, nämlich Unternehmungsgewinn und Substanzwert, zugleich auch den Wert der Unternehmung, während Börsenspekulation und Materialknappheit nur den Börsenkurs der Aktien beeinflussen, nicht aber den Unternehmungswert.

Von entscheidender Bedeutung ist nun, wie stark die einzelnen Faktoren bei der Kursbildung mitwirken, vor allem, wie stark der Einfluß des Gewinnes und des Substanzwertes auf die Aktienkurse ist. Je enger sich der Zusammenhang zwischen Gewinn bzw. Substanzwert und Kurs gestaltet, umso eher ist eine Bewertung mit dem Börsenkurswert möglich. Die Anwendung des Börsenkurswertes ist betriebswirtschaftlich nur dann vertretbar, wenn Spekulation und Marktenge auf die Aktienkurse keinen oder nur geringen Einfluß haben.

Wie stark der Einfluß des Gewinnes bzw. des Substanzwertes auf den Kurs der Aktien ist, kann im Wege der Korrelationsanalyse festgestellt werden. Die Korrelation bezeichnet die wechselseitige Verbundenheit verschiedener statistischer Reihen ¹⁾, im vorliegenden Falle den Zusammenhang zwischen Gewinn und/oder Substanzwert und Börsenkurs. Bei Gleichläufigkeit (d.h. im vorliegenden Falle : steigenden Gewinnen entsprechen steigende Börsenkurse) spricht man von positiver, bei Gegenläufigkeit von negativer Korrelation ²⁾. Das Maß für die "Strammheit" bzw. Enge des Zusammenhanges ist der sogen. Korrelationskoeffizient. Dieser schwankt zwischen 0 und ± 1 . Bei gleichläufigen Reihen werden die Koeffizienten mit einem Plus-Zeichen, bei gegenläufigen Reihen mit einem Minus-Zeichen versehen. Ein Koeffizient von + 1 bezeichnet den bestmöglichen, d.h. vollständigen Zusammenhang der Zahlenreihen im gleichläufigen Sinn, ein Koeffizient von - 1 die bestmögliche negative Korrelation. Bei einem Koeffizienten von 0 fehlt es an jeglicher Übereinstimmung ³⁾.

Im folgenden soll eine solche Korrelationsanalyse anhand von empirischem Material durchgeführt werden.

Im Schrifttum gibt es nur einige wenige Untersuchungen, die sich mathematisch-statistischer Methoden bei der Analyse der Aktienkursbildung bedienen. Hinzuweisen ist vor allem auf die bereits mehrfach zitierte Arbeit von Donner ⁴⁾, die sich auf den Zeitraum von 1870 bis 1913 und auf die Jahre 1925 bis 1932 erstreckt. Donner kommt in dieser Untersuchung zu sehr hohen Korrelationskoeffizienten für Dividende und Kurs; die Korrelation betrug z.B. für 1870/1913 $r = + 0,917$, für 1925/32 $r = + 0,971$.

-
- 1) Vgl. O. Donner, Statistik, 3. Aufl. Hamburg 1942, S. 89; P. Flakämper, Allgemeine Statistik, Grundriß der Statistik, Teil I, 2. Aufl. Hamburg 1949, S. 165 ff; G. Mackenroth, Methodenlehre der Statistik, Göttingen 1949, S. 130 ff.
 - 2) O. Donner, Statistik, a.a.O., S. 89
 - 3) O. Donner, a.a.O., S. 95
 - 4) O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt, "Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung", Sonderheft 36, Berlin 1934

Eine neuere statistische Untersuchung der Aktienkursbildung für die Nachkriegszeit stammt von Daeves ¹⁾. Nach Daeves wird der Abstand der Kurse von Papier zu Papier im Durchschnitt von der Dividende bestimmt, während das Kursniveau außer von der Dividendenhöhe im Verhältnis zum Marktzinsfuß auch noch von anderen äußeren Faktoren mitgetragen wird.

Eine andere statistische Untersuchung aus neuerer Zeit findet sich bei Zintzen ²⁾, der sich weitgehend auf eine unveröffentlichte Untersuchung von Vossloh gestützt hat. Vossloh hat das Zahlenmaterial von 39 an der Börse notierten Aktienwerten der metallverarbeitenden Industrie und der Maschinenbauindustrie im Wege der Korrelationsanalyse aufgearbeitet, wobei der Handelsbilanzgewinn des Jahres 1951, die Substanzwerte (Bilanzkurse) zum 31.12.1951 und die Durchschnittsdividenden der Jahre 1950 und 1951 als Einzeleinflüsse sowie die Substanzwerte und Dividenden als gemeinsam wirkende Einflüsse auf den Kurs berücksichtigt wurden. Vossloh ist bei seinen Rechnungen zu folgenden Ergebnissen gekommen : der Korrelationskoeffizient für Handelsbilanzgewinn und Kurs betrug 0,24, der Koeffizient für Substanzwert und Kurs 0,43, der Koeffizient für Dividende und Kurs 0,69 und der Koeffizient für Dividende und Substanzwert zusammen 0,71.

II. Methodische Vorbemerkungen

1.) Die Verhältnisse in der westdeutschen Textilindustrie als Gegenstand der Untersuchung

Gegenstand der vorliegenden Untersuchung sind die Verhältnisse in der westdeutschen Textilindustrie.

Die Textilindustrie wurde ausgewählt, weil es sich hier um einen Industriezweig mit vergleichsweise ruhiger Kursentwicklung ohne größere Sonderbewegungen handelt. Die Kursentwicklung in der Textilindustrie im Vergleich zur gesamten Industrie und beispielsweise zum Fahrzeugbau zeigt folgende Tabelle :

1) K. Daeves, Hängt der Aktienkurs von der Dividende ab ?, "Handelsblatt" Nr. 5/55 vom 14.1.1955

2) H. Zintzen, Die vermögenssteuerliche Bewertung von nicht notierten Anteilen und Aktien, "Rundschau für GmbH.", 46. Jahrgang, 1955, Nr. 10, S. 188 ff.

Index der Aktienkurse ausgewählter Industriezweige
1952 - 1958
(31.12.1953 = 100)

Wirtschafts- gruppe	Jahresdurchschnitt						
	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958
Textilindustrie	108	92	117	163	158	151	181
Industrie insges.	101	90	126	198	187	186	235
Fahrzeugbau	103	90	119	234	214	212	330

Quelle: Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1959, S. 335

Für die Auswahl der Textilindustrie sprach insbesondere die Tatsache, daß spekulative Einflüsse, wie die Kursentwicklung zeigt, kaum festzustellen sind. Die Produktionsentwicklung in der Textilindustrie verlief, wie aus der nachfolgenden Tabelle hervorgeht, relativ langsam und blieb hinter dem Durchschnitt der gesamten Industrie zurück, so daß - anders als in den Wirtschaftszweigen mit größeren Wachstumsraten, beispielsweise im Fahrzeugbau - für spekulative Überlegungen wenig Raum blieb.

Index der Nettoproduktion ausgewählter Industriezweige
1950 - 1958
(arbeitstächlich, Originalbasis 1950 = 100)

Jahr	Textilindustrie	Gesamte Industrie einschl. Bau u. Energie	Fahrzeugbau
1951	113	118	127
1952	109	126	150
1953	130	139	161
1954	139	155	210
1955	151	178	276
1956	161	192	300
1957	167	203	317
1958	157	209	378

Quelle: Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1959, S. 180 ff.

Für die Auswahl der Textilindustrie war ferner entscheidend, daß die Eigentumsverhältnisse in diesem Wirtschaftszweig, soweit das auf Grund der zur Verfügung stehenden Unterlagen¹⁾ festgestellt werden kann, im großen und ganzen unverändert geblieben sind. Entflechtungen bzw. Konzerngründungen größeren Umfanges haben in den letzten Jahren nicht stattgefunden. Die eigentliche Konzernbildung in der Textilindustrie fällt in die Zeit während und nach dem 1. Weltkrieg²⁾. Die Stabilität der Eigentumsverhältnisse dürfte nicht zuletzt auf die Tatsache zurückzuführen sein, daß sich der größte Teil

1) Vgl. u.a.: "Wer gehört zu wem?" herausgegeben von der Commerzbank A.G., 1. Aufl. 1954, 2. Aufl. 1955, 3. Aufl. 1957, 4. Aufl. 1959; Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften 1953/54, 1954/55, 1955/56, 1956/57, 1957/58, 1958/59; H. Schuren, Aktien-Taschenbuch 1955, 1956, 1957 und 1959.

2) F. Harder, Die Konzernbildung in der Textilindustrie, Diss. Göttingen 1950

der Aktiengesellschaften in Familienbesitz befindet ¹⁾. Da sich an den Eigentumsverhältnissen in den letzten Jahren kaum etwas geändert hat, können von dieser Seite her auch nur geringe Einflüsse auf die Kursbildung, insbesondere auf das Aktienangebot, ausgegangen sein, was nicht bedeutet, daß der Faktor Marktenge ohne Bedeutung gewesen ist.

Verglichen mit der Kursentwicklung in anderen Branchen hat sich also die Kursbildung in der Textilindustrie unter verhältnismäßig günstigen Bedingungen vollzogen. Es kann deshalb erwartet werden, daß sich in der Textilindustrie engere Zusammenhänge zwischen Kurs und Gewinn bzw. Substanzwert ergeben als in Industriezweigen mit weniger günstigen Bedingungen. Sollten schon die Korrelationsrechnungen für die Textilindustrie zu wenig überzeugenden Ergebnissen führen, muß in den anderen Branchen mit noch ungünstigeren Resultaten gerechnet werden.

2.) Der Untersuchungszeitraum

Der Zeitraum, auf den sich die vorliegende Untersuchung erstreckt, umfaßt die Zeit von Anfang 1952 bis Ende 1957, also 6 Jahre.

Die Zeit vor 1952 wurde deshalb nicht mit in die Betrachtung einbezogen, weil es bis 1952 einen Börsenhandel im eigentlichen Sinne kaum gegeben hat. Der Kursdurchschnitt der wenigen damals an der Börse notierten Aktien lag weit unter *pari* ²⁾. Es fehlte vor allem an kaufkräftiger Nachfrage. Hemmend für die Entwicklung der Börse machte sich auch die Unsicherheit über die zukünftige wirtschaftliche und politische Entwicklung bemerkbar sowie die noch ungewisse Kapitalumstellung der Gesellschaften von RM auf DM. Eine gewisse Normalisierung trat hier erst im Laufe der Jahre 1951/52

¹⁾ H. Korger, Der Einfluß von Betriebs- und Unternehmungsgröße auf die Wettbewerbsfähigkeit der Baumwollwebereien der Bundesrepublik Deutschland, Diss. Münster 1958, S. 42

²⁾ Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1954, S. 380/381

ein. - Die Zeit nach 1957 konnte nicht mehr berücksichtigt werden, weil die benötigten Unterlagen noch nicht vollständig zur Verfügung standen.

Der untersuchte Zeitraum von 1952 bis 1957 läßt jedoch, obgleich verhältnismäßig kurz, schon gewisse Einblicke in die Verhältnisse auf dem Textilsektor zu, und zwar deshalb, weil in diese Zeit nicht nur Jahre mit günstiger Geschäftslage fallen, sondern auch konjunkturelle Rückschläge. Das erste der untersuchten Jahre (1952) ist z.B. ein Jahr rückläufiger Geschäftstätigkeit mit sinkenden Umsätzen (sogen. "Textilkrise"). Die anschließenden Jahre von 1953 bis Mitte 1957 sind demgegenüber durch steigende Produktions- und Absatzziffern gekennzeichnet, wozu nicht zuletzt das starke Wachstum des Volkseinkommens und der Verbrauchsausgaben für Textilien beigetragen hat ¹⁾. Nennenswerte Absatzschwierigkeiten bestanden zu dieser Zeit für die Textilindustrie nicht, und auch die Beschäftigungslage war recht gut. Ab Mitte 1957 ergaben sich wiederum beträchtliche Rückgänge der Produktion und - infolge fallender Preise - auch der Umsätze ²⁾. In Zusammenhang damit sank die bis dahin stetig gestiegene Zahl der Beschäftigten bei gleichzeitiger Zunahme der Kurzarbeit ³⁾.

3.) Die Auswahl der Gesellschaften

In die Untersuchung wurden insgesamt 44 Aktiengesellschaften einbezogen. Diese Gesellschaften wurden anhand der von der

-
- 1) W. Deppe, Die westdeutsche Textilwirtschaft im Wiederaufbau, in: Textilwirtschaft heute, Stuttgart 1955, S. 35 ff., hier S. 44
 - 2) "Textildienst", Reihe A, Inland, herausgegeben von der Forschungsstelle für Allgemeine und Textile Marktwirtschaft an der Universität Münster, Nr. 8/9, Jahrgang 1958, S. 4 ff.
 - 3) mehrere Verfasser, Stichwort: Textilindustrie, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften (HdSW), 25. Lieferung 1959, S. 345 ff., hier S. 347

Commerzbank A.G. jährlich veröffentlichten Kurstabellen ¹⁾ ausgesucht.

Maßgebend für die Auswahl der Gesellschaften war, daß ihre Aktien von 1952 an regelmäßig an der Börse notiert wurden und daß die Kursentwicklung der Papiere einigermaßen ruhig verlief. Zu diesem Zweck wurde die Kursentwicklung für jedes einzelne Papier für jedes Jahr gesondert untersucht und mit der der übrigen Papiere verglichen. Gesellschaften, deren Aktien nur zeitweilig an der Börse gehandelt wurden oder deren Aktienkurse offensichtlich von Sondereinflüssen bestimmt waren, wurden nicht berücksichtigt. Nicht einbezogen wurden ferner solche Gesellschaften, die mit anderen Unternehmen nachweislich durch Organschaftsverträge, Gewinnabführungsvereinbarungen usw. verbunden waren.

Der Repräsentationsgrad der vorliegenden Untersuchung liegt, gemessen an der Zahl der an der Börse notierten Textilgesellschaften, zwischen 79 % (1952) und 88 % (1957), gemessen am Grundkapital der an der Börse notierten Textilgesellschaften zwischen 83 % (1952) und 95 % (1957).

4.) Die bei der Untersuchung verwendeten Gewinn- und Substanzgrößen und die Auswahl der Kurse

Bei der Untersuchung wurden folgende Gewinn- und Substanzgrößen berücksichtigt :

(a) der ausgeschüttete Gewinn, d.h. die jeweils gezahlte Dividende;

(b) der in der Handelsbilanz ausgewiesene Gewinn mit verschiedenen Korrekturen. Bezüglich der Korrekturen vgl. die Ausführungen auf S. 88 ff.

¹⁾ Vgl. "Die Börse vor neuem Start", Aktuelle Betrachtungen zum Börsenjahr 1952; "Kapitalmarkt vor der Entscheidung", Aktuelle Betrachtungen zum Börsenjahr 1953; "Rund um die Börse" 1954, 1955, 1956, 1957 und 1958

(c) der anhand von veröffentlichtem Material errechnete Gewinn der Ertragssteuerbilanz. Bezüglich der Errechnung des Steuerbilanzgewinnes vgl. die Ausführungen auf S. 92 ff.

(d) das in der Handelsbilanz ausgewiesene Eigenkapital, d.h. der sogen. sichtbare Substanzwert;

(e) der sogen. korrigierte Substanzwert, d.h. das um die in der Handelsbilanz im Vergleich zur Steuerbilanz gelegten stillen Reserven korrigierte sichtbare Eigenkapital. Bezüglich der Errechnung des korrigierten Substanzwertes vgl. die Ausführungen auf S. 103 f.

Die hierfür benötigten Zahlenunterlagen wurden den veröffentlichten Bilanzen und den Gewinn- und Verlustrechnungen der 44 Aktiengesellschaften entnommen ¹⁾. Alle Gewinn- und Substanzgrößen wurden jeweils auf das Grundkapital bezogen, um die absolut sehr unterschiedlichen Größen vergleichbar zu machen ²⁾.

Bei der Auswahl der Kurse wurde so vorgegangen, daß aus den Tageskursen 5 bzw. 6 Kursnotierungen pro Monat - falls die Kursentwicklung sehr unterschiedlich war, auch mehr - ausgewählt wurden, und zwar möglichst die Kurse am 1., 8., 15., 22. und 30. eines jeden Monats. Aus diesen Kursen wurde ein ungewogener Monatsdurchschnittskurs errechnet. Aus den Monatsdurchschnitten wurden sodann Halbjahres- und Jahresdurchschnittskurse ermittelt, und zwar ebenfalls als ungewogene Mittelwerte. Beide Kursdurchschnitte wurden später nebeneinander bei den Korrelationsrechnungen berücksichtigt. - Die

1) Quelle: Handbuch der Deutschen Aktiengesellschaften 1953/54, 1954/55, 1955/56, 1956/57, 1957/58, 1958/59. Herausgeber und Verlag: Das Spezialarchiv der deutschen Wirtschaft, Verlag Hoppenstedt & Co., Darmstadt-Essen; vgl. ferner: Wegweiser durch Deutsche Aktiengesellschaften, herausgegeben von der Bayrischen Hypotheken- und Wechsel-Bank. Ausgaben 1958 und 1959.

2) Das ausgewiesene Eigenkapital konnte nicht als Bezugsgröße herangezogen werden, weil die ausgewiesenen Kapitalgrößen beachtlich differierten und die Rechenergebnisse dadurch verfälscht worden wären.

Kursnotierungen wurden aus veröffentlichten Kurstabellen entnommen ¹⁾.

5.) Der Gang der Rechnung und das Rechenverfahren

Bei der Untersuchung der Zusammenhänge zwischen Kursdurchschnitt und Gewinn- bzw. Substanzgrößen wurde stufenförmig verfahren.

Zunächst wurden die Beziehungen zwischen Kurs und Gewinn bzw. Kurs und Substanzwert isoliert untersucht, d.h. den Kursdurchschnitten wurden zunächst nur die verschiedenen Gewinngrößen und dann die verschiedenen Substanzgrößen getrennt gegenübergestellt. Stillschweigende Voraussetzung dabei war, daß nur die Gewinngrößen bzw. nur die Substanzgrößen den Börsenkurs der Aktien beeinflussen. Die Wirkung des anderen Einflußfaktors wurde also jeweils als gegeben unterstellt.

Die Enge des Zusammenhanges zwischen zwei Zahlenreihen kann statistisch im Wege der sogen. Einfachkorrelation gemessen werden. Der Korrelationskoeffizient " r_{xy} " bei einfacher Korrelation für die Reihen x und y errechnet sich nach folgender Formel ²⁾:

$$r_{xy} = \frac{(dx \cdot dy)}{dx^2 \cdot dy^2}$$

Dabei sind dx und dy die Abweichungen der Einzelwerte der Reihen x (z.B. Kursdurchschnitte) bzw. y (z.B. Gewinne oder Substanzgrößen) vom zugehörigen Durchschnitt.

1) Quelle: Hoppenstedts Monats-Kurstabellen für 1952, 1953, 1954, 1955, 1956 und 1957.

2) Vgl. O. Donner, Statistik, a.a.O., S. 95; G. Mackenroth, Methodenlehre der Statistik, a.a.O., S. 136; L. von Baranow, Statistische Formelsammlung, o.J., München, S. 7

In einem zweiten Rechengang wurden sodann die Zusammenhänge zwischen Kursdurchschnitt und Gewinn- und Substanzgrößen analysiert unter der Annahme, daß sowohl die Gewinngrößen als auch die Substanzgrößen gleichzeitig den Börsenkurs der Aktien beeinflussen. Hier wurden also zwei Einflußfaktoren zusammen berücksichtigt.

Um die Enge des Zusammenhanges zwischen einer abhängigen Variablen (hier: der Börsenkurs) und zwei oder mehreren unabhängigen Variablen (hier: Gewinn und Substanzwert) angeben zu können, sind multiple Korrelationsrechnungen erforderlich, im vorliegenden Falle sogen. Zweifach-Korrelationen. Der Korrelationskoeffizient bei Zweifach-Korrelation $R_{z.xy}$ ist nach folgender Formel errechnet worden ¹⁾:

$$R_{z.xy} = \frac{r_{zx}^2 + r_{zy}^2 - 2r_{zx} \cdot r_{zy} \cdot r_{xy}}{1 - r_{xy}^2}$$

Dabei ist r_{zx} der (einfache) Korrelationskoeffizient für Kurs und Gewinn, r_{zy} der Korrelationskoeffizient für Kurs und Substanzwert und r_{xy} der Korrelationskoeffizient für Gewinn und Substanzwert.

Bei der Beurteilung der Korrelationskoeffizienten ist zu berücksichtigen, daß jeder Korrelationskoeffizient - wie alle statistisch errechneten Größen - einen sogen. mittleren Fehler hat, der sich daraus ergibt, daß die jeweils untersuchten Zahlenreihen, für die "r" errechnet wurde, praktisch nur eine Art Stichprobe aus der Gesamtzahl der Wertekombinationen überhaupt darstellen ²⁾. Je kleiner die Zahl der untersuchten Größen ist, umso mehr wächst die Unsicherheit von r, d.h. das Risiko, daß sich ein von 0 abweichender Wert für r nur wegen der zufälligen Auswahl der Wertekombinationen ergibt ³⁾.

1) L. v. Baranow, Statistische Formelsammlung, a.a.O., S. 7

2) G. Mackenroth, Methodenlehre der Statistik, a.a.O., S. 138 ff.

3) Derselbe, a.a.O., S. 139

Da die Formel für den mittleren Fehler von r ¹⁾ nur für eine ziemlich große Zahl von Wertekombinationen gilt ($n > 100$), im vorliegenden Falle aber nur 44 Zahlenkombinationen untersucht wurden, sollen im folgenden die Wahrscheinlichkeiten mit zur Beurteilung der Korrelationskoeffizienten herangezogen werden. Als Grundlage dient dabei eine Tabelle, die von R.A. Fisher mitgeteilt wird ²⁾. Nach dieser Tabelle genügt im vorliegenden Falle, also bei 44 Zahlenkombinationen, schon ein Korrelationskoeffizient von 0,257, um mit 90%iger Wahrscheinlichkeit sagen zu können, daß ein Zusammenhang zwischen den untersuchten Erscheinungen besteht. Ist der Korrelationskoeffizient 0,304, so ist die Wahrscheinlichkeit 95 %; bei einem Koeffizienten von 0,357 beträgt die Wahrscheinlichkeit bereits 98 %. Ist der Korrelationskoeffizient noch höher, nämlich 0,393, so kann mit 99%iger Wahrscheinlichkeit bzw. Sicherheit auf einen bestehenden, nicht zufälligen Zusammenhang geschlossen werden.

Unabhängig von dieser statistischen Absicherung der Ergebnisse ist es eine besondere Frage, wie die Höhe der errechneten Korrelationskoeffizienten im einzelnen zu beurteilen ist. In der Literatur ³⁾ sind hierfür einige Faustregeln zusammengestellt worden, etwa wie folgt: Ein Korrelationskoeffizient kleiner als 0,3 zeigt einen sehr geringen Zusammenhang und ist von zweifelhafter Bedeutung; ein Koeffizient von 0,3 bis unter 0,5 zeigt einen mäßigen Zusammenhang, ein Koeffizient von 0,5 bis unter 0,7 zeigt einen deutlichen Zusammenhang, ein Koeffizient von 0,7 bis unter 0,9 weist auf einen engen Zusammenhang hin; Koeffizienten von 0,9 und darüber lassen Schlüsse auf einen sehr engen Zusammenhang und auf eine sehr

1) Die Formel lautet: $\sigma r = \frac{1 - r^2}{\sqrt{n}}$

wobei n die Zahl der Wertekombinationen darstellt.

2) R.A. Fisher, Statistische Methoden für die Wissenschaft, 12. Aufl., deutsche Übersetzung, London 1956, S. 210 ; vgl. auch G. Mackenroth, a.a.O., S. 140

3) Vgl. vor allem: R. Wagenführ, Statistik leicht gemacht, 3. Aufl. Köln 1952, S. 100; P. Flakämper, Allgemeine Statistik, a.a.O., S. 167; O. Donner, Statistik, a.a.O., S. 95

hohe Abhängigkeit zwischen den Zahlenreihen zu. Diese Faustregeln sind im folgenden bei der Beurteilung der Ergebnisse zu berücksichtigen.

Alle Rechnungen wurden in der Weise durchgeführt, daß für sämtliche 44 Gesellschaften die entsprechenden Korrelationskoeffizienten für jedes einzelne Jahr gesondert errechnet wurden. Statistisch-methodisch handelt es sich also um eine sogen. "Querschnittsanalyse". Auf diese Weise konnten die zeitlichen Veränderungen in den Zusammenhängen zwischen Kursbewegung und Gewinn- bzw. Substanzgrößen deutlich gemacht werden.

III. Die Zusammenhänge zwischen dem Börsenkurs der Aktien und verschiedenen Gewinngrößen bzw. ver- schiedenen Substanzgrößen (Einfach-Korrelationen)

1.) Der Zusammenhang zwischen ausgeschüttetem Gewinn und Kurs

Wie auf S. 26 ff. gezeigt wurde, kann unter bestimmten Voraussetzungen der ausgeschüttete Gewinn pro Aktie für die Kursbildung von Bedeutung sein. Die tatsächlichen Zusammenhänge zwischen Dividende und Kurs (Jahresdurchschnittskurs bzw. Halbjahresdurchschnittskurs) gestalteten sich in der Textilindustrie in den Jahren von 1952 bis 1957 wie folgt:

Korrelationskoeffizienten für Dividende und Kurs
für ausgewählte Gesellschaften der westdeutschen
Textilindustrie 1952 - 1957

(vom Verf. errechnet)

	1952	1953	1954	1955	1956	1957
Jahresdurchschnittskurs	0,40	0,41	0,61	0,77	0,70	0,73
Halbjahresdurchschnittskurs	0,39	0,45	0,65	0,74	0,71	0,72

Es zeigt sich, daß in dem untersuchten Zeitraum in der Tat Zusammenhänge zwischen Dividende und Kurs bestanden haben. Daß diese Zusammenhänge nur zufälliger Art gewesen sind, ist mit mehr als 99%iger Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen, da fast alle Korrelationskoeffizienten über 0,393 liegen.

In den Jahren 1952 und 1953 ist allerdings der Zusammenhang zwischen Dividende und Kurs nicht sehr eng gewesen. Der Grund hierfür dürfte vor allem in der damaligen Einstellung des Börsenpublikums zu suchen sein, das - unter dem Eindruck der Erfahrungen der Währungsreform 1948 und der Auswirkungen der Koreakrise - in erster Linie an einer Sicherung der Kapitalanlage und weniger an einer guten Verzinsung des Kapitals interessiert war. Im Jahre 1954 und vor allem im Jahre 1955 scheint sich diese Einstellung gewandelt zu haben. In diesen Jahren gewinnt die Dividende, wohl nicht zuletzt als Folge der Normalisierung der wirtschaftlichen Verhältnisse, wieder stärker an Bedeutung. Von 1956 an, als die Preise in der Bundesrepublik erneut anzogen, geht der Zusammenhang zwischen Dividende und Kurs allerdings wieder etwas zurück, obgleich auch in dieser Zeit, wie die Korrelationskoeffizienten von 0,70 und 0,73 bzw. 0,71 und 0,72 zeigen, die Dividende noch von maßgeblicher Bedeutung für die Kursbildung gewesen ist.

Im Hinblick auf die Bewertung mit dem Börsenkurswert dürfen die obigen Ergebnisse jedoch nicht überschätzt werden. Die relativ hohen Korrelationskoeffizienten ab 1955 würden nur

dann Rückschlüsse auf die Brauchbarkeit des Börsenkurswertes zulassen, wenn angenommen werden könnte, daß die Dividendenentwicklung parallel läuft mit der Entwicklung des Unternehmensertrages, d.h. wenn unterstellt werden könnte, daß stets der gesamte erzielte Gewinn an die Aktionäre ausgeschüttet wird. Diese Bedingung ist aber, wie schon an anderer Stelle ausgeführt wurde, in der Praxis nicht immer gegeben, weil die Unternehmungen, besonders in der heutigen Zeit, bestrebt sind, Reserven zu bilden. Hinzu kommt, daß auch durch Änderung der Ertragsbesteuerung, vor allem der Besteuerung der ausgeschütteten Gewinne, eine Änderung der Dividendenaus-schüttung herbeigeführt werden kann, ohne daß sich an der Ertragslage der einzelnen Gesellschaften etwas geändert hat¹⁾. Vielfach spielen bei der Festsetzung der Dividendenhöhe auch sogen. "dividendenoptische Gesichtspunkte" eine Rolle²⁾. Aus diesen Gründen sagen die Korrelationskoeffizienten für Dividende und Kurs nicht allzu viel über die Brauchbarkeit des Börsenkurswertes aus.

2.) Der Zusammenhang zwischen korrigiertem Handelsbilanzgewinn und Kurs

Der in der Handelsbilanz ausgewiesene Gewinn kann zwar, wie an anderer Stelle ausgeführt wurde, langfristig gesehen nicht vom tatsächlich erzielten Gewinn abweichen. Kurz- bzw. mittelfristig können jedoch Differenzen zwischen tatsächlich erzieltm Gewinn und Handelsbilanzgewinn auftreten. Diese Tatsache ist für die vorliegende Untersuchung, die sich mit der

1) So ermöglichte z.B. die in 1958 erfolgte Herabsetzung des Körperschaftssteuer-Tarifes für ausgeschüttete Gewinne auf 15 % eine Erhöhung der Dividende um 23,9 %, wenn der körperschaftssteuerpflichtige Gewinn das Dreifache des ausgeschütteten Gewinnes ausmacht. (Einzelheiten vgl. "Reform des Steuerrechts 1958", herausgegeben von der Deutschen Bank, August 1958, S. 84 ff.)

2) H. Hornef, Dividendenprestige, "Der Volkswirt", Nr. 40, 1959, S. 2175 f.

Analyse der Zusammenhänge zwischen den Gewinnen pro Jahr und den entsprechenden Kursdurchschnitten befaßt, von großer Bedeutung. Sie macht es erforderlich, den Handelsbilanzgewinn soweit wie möglich zu korrigieren, um dem tatsächlich erzielten Gewinn pro Jahr möglichst nahe zu kommen ¹⁾).

a) Die Gewinnkorrekturen

Zu den wichtigsten Korrekturen des in der Handelsbilanz ausgewiesenen Gewinnes, die anhand von veröffentlichtem Material möglich sind, gehören die Hinzurechnung der Zuweisungen zu den offenen Rücklagen und die Berücksichtigung des Gewinn- bzw. Verlustvortrages. Evtl. ist auch eine Korrektur des ausgewiesenen Gewinnes durch Berücksichtigung der Sonderabschreibungen gem. §§ 7b und 7c Einkommensteuergesetz möglich.

Berücksichtigung der Zuweisungen zu den offenen Rücklagen:

Nach den Vorschriften des Akt.-Ges. von 1937 sind die Beträge, die in die gesetzliche Rücklage überführt werden müssen, schon bei Aufstellung der Bilanz zu berücksichtigen (§ 131 Abs.2). Die gleiche Regelung gilt für die freiwilligen Rücklagen. Der in der Handelsbilanz ausgewiesene Gewinn ist daher schon um die in die gesetzlichen und freiwilligen Rücklagen überführten Beträge gekürzt. Betriebswirtschaftlich gesehen handelt es sich bei diesen Beträgen aber um Gewinnteile, so daß die Beträge dem ausgewiesenen Jahresgewinn wieder hinzurechnet werden müssen. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, daß der Posten "gesetzliche Rücklagen" nicht nur aus dem Gewinn gespeist wird, sondern daß auch andere Posten in die gesetzliche Rücklage überführt werden müssen (z.B. das Aktienagio, Zuzahlungen der Aktionäre gegen Gewährung von Vorzugsaktien).

* 1) Bezüglich des Erkenntniswertes der Gewinn- und Verlustrechnung nach § 132 Akt.-Ges. von 1937 für die Beurteilung der Ertragslage vgl. insbesondere: H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung . . ., a.a.O., Tz. 25-36 zu § 132, S. 337 ff.

Berücksichtigung des Gewinn- bzw. Verlustvortrages:

Das Akt.-Ges. von 1937 schreibt in § 132 Abs. 2 vor, daß ein evtl. Gewinn- oder Verlustvortrag aus dem Vorjahr in der Gewinn- und Verlustrechnung zu vermerken ist. Ein Verlustvortrag erscheint auf der Seite der Aufwendungen, mindert also den ausgewiesenen Gewinn, ein Gewinnvortrag wird auf der Ertragsseite verbucht und erhöht den ausgewiesenen Gewinn. In beiden Fällen handelt es sich aber um periodenfremde Beträge, die, wenn der jeweils im Jahr erzielte Gewinn ermittelt werden soll, abgezogen (Gewinnvortrag) bzw. hinzugezählt (Verlustvortrag) werden müssen.

Berücksichtigung von Sonderabschreibungen gem. § 7b (Wohngebäude) und 7c Einkommensteuergesetz (Förderung des Wohnungsbaues):

Die Sonderabschreibungen gem. § 7b Einkommensteuergesetz gehen eindeutig über den tatsächlichen, normalen Werteverzehr hinaus, so daß es gerechtfertigt ist, sie wieder zum ausgewiesenen Gewinn hinzuzurechnen. Bei exakter Rechnung dürfte allerdings nur die Differenz zwischen Sonderabschreibungen und Normalabschreibungen hinzugerechnet werden, die aber extern nicht ermittelt werden kann. Die mit der vollen Hinzurechnung der Absetzungen für Abnutzung gem. § 7b Einkommensteuergesetz verbundenen Ungenauigkeiten dürften jedoch angesichts der bei anderen Aufwandsposten meistens vorhandenen Überbewertungen nicht zu sehr ins Gewicht fallen.

Bei den Wertberichtigungen gem. § 7c Einkommensteuergesetz ist zu berücksichtigen, daß nach der alten Regelung des § 7c (vor dem 1.1.1955) der Gesamtbetrag des Darlehens bzw. Zuschusses im Jahr der Hingabe in voller Höhe als Betriebsausgabe in Abzug gebracht werden konnte, während nach der ab 1.1.1955 geltenden Regelung das Darlehen im Jahr der Hingabe mit dem Barwert aktiviert werden mußte und nur die Differenz zwischen Nennwert und Barwert als Betriebsausgabe anerkannt wurde ¹⁾. Daraus ergibt sich, daß Wertberichtigungen

1) W. Blümich - L. Falk, Einkommensteuergesetz, 7. Aufl. Berlin und Frankfurt 1955, S. 490 ff., hier insbesondere S. 516 f.

auf Darlehen, die nach dem 1.1.1955 gegeben worden sind, betriebswirtschaftlich gesehen berechtigt und notwendig sind, so daß eine Korrektur dieser Posten nicht angebracht erscheint. Anders ist es bei den Wertberichtigungen auf Darlehen, die vor dem 1.1.1955 gewährt worden sind; hier wäre grundsätzlich eine Korrektur angebracht. Die genaue Ermittlung des Barwertes dieser Darlehen ist jedoch extern nicht möglich, weil Angaben über die Laufzeit, die Höhe der Tilgungsraten usw. fehlen. Eine weitere Schwierigkeit ergibt sich daraus, daß man extern nicht erkennen kann, wieviel 7c-Darlehen in den einzelnen Jahren tatsächlich gegeben worden sind, wenn in jedem Jahr die Darlehensrückflüsse sofort wieder neu als Darlehen vergeben wurden, was in der Praxis häufig vorgekommen ist. Wegen der mangelnden Unterlagen ist deshalb bei den hier durchgeführten Rechnungen auch für die Jahre vor 1955 eine Korrektur der 7c-Wertberichtigungen unterblieben.

b) Die Ergebnisse der Korrelationsrechnungen

Die tatsächlichen Zusammenhänge zwischen korrigiertem Handelsbilanzgewinn, bezogen auf das Grundkapital, und Kurs (Jahresdurchschnittskurs bzw. Halbjahresdurchschnittskurs) gestalteten sich in der Textilindustrie von 1952 - 1957 wie folgt:

Korrelationskoeffizienten für korrigierten Handelsbilanzgewinn und Kurs für ausgewählte Gesellschaften der westdeutschen Textilindustrie 1952 - 1957

(vom Verf. errechnet)

	1952	1953	1954	1955	1956	1957
Jahresdurchschnittskurs	0,35	0,40	0,56	0,58	0,71	0,64
Halbjahresdurchschnittskurs	0,39	0,42	0,57	0,59	0,70	0,65

Auch aus dieser Tabelle wird ersichtlich, daß sich die Zusammenhänge zwischen Kurs und Gewinn im Laufe der Jahre gewandelt haben; auch hier wird deutlich, daß sich die Entwicklung im mehreren Phasen vollzogen hat.

In der ersten Phase, von 1952 bis 1953, bestanden nur mäßige Zusammenhänge zwischen den ausgewiesenen Gewinnen und der Kursbewegung. In dieser Zeit waren offensichtlich andere Bestimmungsgründe für die Kursbildung maßgebend. In der zweiten Phase, die von 1954 bis 1956 reicht, war der Einfluß der Gewinne auf die Kurse bedeutend stärker und nahm ständig zu. Der Korrelationskoeffizient von 0,71 bzw. 0,70 in 1956 läßt auf einen relativ engen Zusammenhang zwischen Gewinnen und Kursen schließen. In der dritten Phase, etwa ab 1957, geht der Einfluß der Gewinne auf die Kurse wieder etwas zurück, wenngleich auch in dieser Zeit noch verhältnismäßig enge Beziehungen bestanden haben.

Ein Vergleich mit den Korrelationskoeffizienten für Dividende und Kurs zeigt, daß die Zusammenhänge zwischen Handelsbilanzgewinn und Kurs in allen Jahren weniger eng waren als die Zusammenhänge zwischen Dividende und Kurs. Diese Tatsache deutet darauf hin, daß sich das Börsenpublikum auch heute noch - von Sonderfällen abgesehen - bei seinen Dispositionen in erster Linie an der Dividende, also an den Eigenschaften des Papiere, und weniger an der Entwicklung des Unternehmens orientiert ¹⁾. Maßgebend für die Bewertung der Aktien ist offensichtlich mehr der ausgeschüttete Gewinn pro Aktie und weniger der ausgewiesene Gewinn pro Aktie gewesen. Für die Beurteilung des Börsenkurswertes ergibt sich daraus, daß dieser Wert nur bedingt brauchbar sein kann für die Bewertung eines Unternehmens, weil die Gewinnentwicklung nicht ausreichend berücksichtigt wird. Zumindest dürfte es nicht berechtigt sein, beim Börsenkurswert verallgemeinernd von einem praktisch fertigen Reinertragswert zu sprechen.

Im übrigen ist bei der Beurteilung der Korrelationskoeffizienten zu berücksichtigen, daß auch der (im obigen Sinne) korrigierte Handelsbilanzgewinn u.U. noch beachtlich von dem

1) Dieser Gedanke findet sich auch bei E. Schmalenbach, Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 175/176

tatsächlich erzielten Gewinn abweichen kann, wenn überhöhte Abschreibungen, überhöhte Rückstellungen usw. in Ansatz gebracht worden sind, wozu das Handelsrecht genügend Spielraum läßt. Eine Korrektur dieser wichtigen Aufwandsposten ist extern mit den zur Verfügung stehenden Unterlagen nicht möglich.

3.) Der Zusammenhang zwischen Steuerbilanzgewinn und Kurs

Die steuerrechtlichen Vorschriften, vor allem die §§ 6 ff. Einkommensteuergesetz, kennen nicht nur Bewertungsgrenzen nach oben, sondern regeln auch den Wertansatz nach unten, so daß im allgemeinen ein überhöhter Ansatz von Aufwendungen bzw. Betriebsausgaben in der Ertragssteuerbilanz nicht möglich ist. Der Gewinn der Steuerbilanz ist, abgesehen von den verschiedenen Steuerbegünstigungen, ein nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten ermittelter Gewinn und kommt deshalb dem erzielten Gewinn meistens recht nahe.

a) Die Errechnung des Steuerbilanzgewinnes

Allerdings besteht keine Publizitätspflicht für die Steuerbilanz, so daß der Gewinn der Steuerbilanz bei externen Analysen nicht ohne weiteres zur Verfügung steht. Jedoch ist es möglich, den Steuerbilanzgewinn anhand von veröffentlichten Größen annähernd genau zu errechnen ¹⁾.

-
- 1) Die nachfolgende Formel zur Errechnung des Steuerbilanzgewinnes wurde von dem Bankhaus Georg Hauck & Sohn, Frankfurt a.M., entwickelt und u.a. in der Zeitschrift "Die Aktiengesellschaft", Nr. 9, 4. Jahrgang 1959, S. 263 f. veröffentlicht. Vgl. diesbezüglich auch den Aufsatz von A. Schütz, Ein neuer Weg zur Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, "Neue Betriebswirtschaft", Nr. 8, 1959, S. 141 ff. In jüngster Zeit wurde die Formel einer eingehenden Kritik unterzogen von F. Breitenstein, Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, "Neue Betriebswirtschaft" Nr. 3, 1960, S. 55 ff.

Ausgangspunkt hierfür ist die Position I 5 des Schemas der Gewinn- und Verlustrechnung gem. § 132 Akt.-Ges. von 1937, die Position "Steuern vom Einkommen, vom Ertrag und Vermögen". Unter dieser Position müssen ausgewiesen werden ¹⁾ : als Steuern vom Einkommen: Körperschaftssteuer und Notopfer Berlin; als Steuern vom Ertrag: Gewerbeertragssteuer; als Steuern vom Vermögen: Vermögenssteuer, Grundsteuer, Gewerbesteuer, Lohnsummensteuer. Auch die Vierteljahresbeträge auf die Lastenausgleichsvermögensabgabe können hier ausgewiesen werden, wenn dieses in der Benennung des Postens zum Ausdruck gebracht wird ²⁾. Saldierungen bzw. Umbuchungen sind bei dieser Position nicht möglich, so daß sie einen sicheren Anhaltspunkt für die Errechnung des steuerlichen Gewinnes bietet.

Die Rechnung beruht auf der Überlegung, daß der Umfang der gewinnabhängigen Steuern (Körperschaftssteuer auf Dividenden und auf nichtausgeschüttete Gewinne, Gewerbeertragssteuer, Notopfer Berlin) abhängig ist von der Höhe des steuerpflichtigen Gewinnes, so daß von der Höhe der ausgewiesenen gewinnabhängigen Steuern auf die Höhe der erzielten Gewinne geschlossen werden kann (unter Berücksichtigung der Körperschaftssteuertarife, der Dividendenzahlungen, der abzugsfähigen Steuern usw.) ³⁾.

Voraussetzung hierfür ist, daß die jährlich ausgewiesenen Steuern nur die Steuern enthalten, welche auf das betreffende Rechnungsjahr entfallen. Das wird in der Regel der Fall sein. Denn unter I 5 sollen grundsätzlich nur die Steuern ausgewiesen werden, die auf das betreffende Wirtschaftsjahr entfallen, ganz gleich, ob sie im Wege der Vorauszahlung bereits gezahlt worden sind oder ob sie zurückgestellt werden (die späteren Zahlungen erfolgen dann zu Lasten der Rückstellungen und berühren insoweit die Gewinn- und Verlust-

1) H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung . . . , a.a.O., Tz. 75 zu § 132, S. 356

2) H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, a.a.O., Tz. 77 zu § 132, S. 356

3) A. Schütz, Ein neuer Weg zur Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, a.a.O., S. 141

rechnung nicht mehr)¹⁾. Nur in Ausnahmefällen werden in den Positionen I 5 auch periodenfremde Aufwendungen enthalten sein, z.B. Steuernachzahlungen für zurückliegende Jahre, soweit für sie nicht Rückstellungen gebildet wurden. Jedoch haben solche Periodenüberschreitungen meist kein allzu großes Gewicht²⁾. Außerdem werden die zu erwartenden Steuernachzahlungen in der Regel zu Lasten des Jahresgewinnes zurückgestellt, so daß eine gewisse Wahrscheinlichkeit dafür besteht, daß der ausgewiesene Aufwand der tatsächlichen, in dem fraglichen Jahr entstehenden Steuerbelastung entspricht.

Da für die Errechnung des steuerpflichtigen Gewinnes allein die gewinnabhängigen Steuern in Frage kommen, unter I 5 aber auch Steuern vom Vermögen usw. ausgewiesen werden, muß der unter I 5 ausgewiesene Betrag um die Vermögenssteuer und die Gewerbekapitalsteuer - die wichtigsten nicht gewinnabhängigen Steuern - vermindert werden³⁾. Hierzu kann ein Pauschalsatz von 1,6 % [1 % Vermögenssteuer + 0,2 % (Steuermeßzahl) x 300 % (durchschnittlicher Hebesatz) Gewerbekapitalsteuer] auf das Grundkapital und die offenen ausgewiesenen Rücklagen angenommen werden. Außerdem muß die Lastenausgleichs-Vermögensabgabe, sofern sie in der Position Steuern enthalten ist, abgesetzt werden. Ihre Höhe ist immer bekannt (Vierteljahresbetrag x 4).

Bei diesen Rechnungen kann unberücksichtigt bleiben, daß die Gewerbekapitalsteuer bei der Ermittlung des körperschaftsteuerpflichtigen Gewinnes abzugsfähig ist, weil die Auswirkungen der Abzugsfähigkeit rechnerisch geringfügig sind.

-
- 1) H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung ..., a.a.O., Tz. 79 zu § 132, S. 357.
 - 2) So auch A. Schütz, Ein neuer Weg zur Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, a.a.O., S. 141; anderer Meinung P. Breitenstein, Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, a.a.O., S. 56
 - 3) Die Lohnsummensteuer muß unberücksichtigt bleiben, weil nicht immer feststeht, ob sie überhaupt erhoben wird und weil die Hebesätze unterschiedlich sind. Die Belastung mit Grundsteuern wird durch Anwendung des ungekürzten Gewerbekapitalsteuersatzes auf Kapital und Rücklagen ohne Absetzung des Einheitswertes der Grundstücke in dem Pauschalsatz von 1,6 % in etwa berücksichtigt.

Der Pauschalsatz von 1,6 % zur Ermittlung der nicht gewinnabhängigen Steuern erhebt zwar keinen Anspruch auf absolute Sicherheit, ist aber für den vorgesehenen Zweck ausreichend genau. Im übrigen dürfte die Fehlerquelle bei allen untersuchten Betrieben gleich groß sein, so daß sie vernachlässigt werden kann.

Zu berücksichtigen ist, daß die auf diese Weise ermittelten gewinnabhängigen Steuern - von den Fehlerquellen der Rechnung einmal abgesehen - nur für die Jahre vor 1955 eindeutige Rückschlüsse auf den erzielten Gewinn zulassen, falls 7c-Darlehen gegeben worden sind. Da es seit dem 1.1.1955 möglich ist, 25 % der gegebenen Darlehen außerhalb der Bilanz in Abzug zu bringen, ist der steuerpflichtige Gewinn um diesen Betrag niedriger als der tatsächlich erzielte Gewinn. Eine Korrektur dieser Ungenauigkeit ist jedoch nicht möglich, weil extern nicht exakt ersichtlich ist, wie hoch die jährlichen Rückflüsse und wie hoch die jährlich gegebenen Darlehen sind.

Die nachstehende Formel basiert auf der Annahme, daß der nach steuerlichen Vorschriften ermittelte Bruttogewinn abzüglich Vermögensabgabe (= E) gleichgesetzt werden kann der gezahlten Dividende (= D), den insgesamt aufgewandten gewinnabhängigen Steuern (= S) und der offenen und sonstigen steuerpflichtigen Rücklagenbildung einschl. der nicht abzugsfähigen Ausgaben (= R) ¹⁾. Die zweite Annahme ist, daß die gewinnabhängigen Steuern (S) den Steuern auf die Dividende, den Steuern auf den nichtausgeschütteten Gewinn (einschließlich Steuern auf Dividende und 2/3 Lastenausgleichs-Vermögensabgabe) und der Gewerbeertragssteuer (vom Bruttogewinn vor Abzug der Lastenausgleichs-Vermögensabgabe) entsprechen ²⁾.

-
- 1) A. Schütz, Ein neuer Weg zur Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, a.a.O., S. 142
 - 2) Die Gewerbeertragssteuer ist dabei mit 13 % anzusetzen. Dieser Satz (genau 13,043 %) ergibt sich aus der Gewerbeertragssteuermeßzahl von 5 % x 300 % (durchschnittlicher Hebesatz) = 15 % unter Berücksichtigung der Tatsache, daß die Gewerbesteuer bei der Ermittlung des steuerpflichtigen Gewerbeertrages abzugsfähig ist.

In zwei Formeln mit zwei Unbekannten (E und R) ausgedrückt, lauten diese beiden Annahmen:

$$(1) \quad E = D + R + S$$

$$(2) \quad S = \frac{15}{100} D + \frac{51}{100} KG^1 + \frac{13}{100} (E + LA)$$

(für die seit dem 1.1.1958 geltenden Körperschaftssteuer-Tarife von 51 % und 15 %).

Dabei ergibt sich die mathematische Schwierigkeit, daß der körperschaftssteuerpflichtige Gewinn KG selbst wieder in einer dritten Gleichung ausgedrückt werden muß. Diese lautet:

$$(3) \quad KG = R + \frac{15}{100} D + \frac{2}{3} LA + \frac{51}{100} KG$$

Zunächst muß aus der Gleichung (1) KG errechnet und in die Formel (2) eingesetzt werden. Sodann muß aus der Gleichung (2) R ermittelt und in die Gleichung (1) eingesetzt werden. Nach Zusammenfassung ergibt sich:

$$E = 0,6275 D + 1,7431 S - 0,7073 LA$$

Die Formel für 1952 lautet (einheitlicher Körperschaftssteuer-Tarif von 60 % + 3,75 % Notopfer Berlin):

$$E = 1,4606 S - 0,6896 LA$$

Für die Jahre 1953 und 1954 (gespaltener Tarif, 60 % und 30 % + 3,75 % Notopfer Berlin) lautet die Formel:

$$E = 0,4382 D - 0,6896 LA + 1,4606 S$$

Für die Jahre von 1955 bis 1957 (gespaltener Tarif, 45 % und 30 % zuzüglich 4,09 % Notopfer Berlin) :

$$E = 0,2692 D + 1,7950 S - 0,7062 LA$$

1) KG = körperschaftssteuerpflichtiger Gewinn.

Die Größe E, also der nach steuerlichen Vorschriften ermittelte Bruttogewinn abzüglich der Vermögensabgabe, ist aber noch nicht der für die Bewertung des Unternehmens maßgebliche Gewinn. Folgende Korrekturen müssen noch an dieser Größe vorgenommen werden: Hinzuzurechnen sind die Sonderabschreibungen gem. § 7b Einkommensteuergesetz sowie - für die Jahre vor 1955 - die 7c-Wertberichtigungen. Abzuziehen sind außer der Vermögensabgabe auch die anderen Kostensteuern, wie z.B. die Vermögenssteuer, die Gewerbekapitalsteuer und die Grundsteuer.

b) Die Korrelationskoeffizienten

Die "Strammheit" der Zusammenhänge zwischen Steuerbilanzgewinn, bezogen auf das Grundkapital, und Kurs (Jahresdurchschnittskurs bzw. Halbjahresdurchschnittskurs) in den Jahren von 1952 bis 1957 geht aus der nachfolgenden Tabelle hervor:

Korrelationskoeffizienten für Steuerbilanzgewinn und Kurs für ausgewählte Gesellschaften der westdeutschen Textilindustrie 1952 - 1957
(vom Verf. errechnet)

	1952	1953	1954	1955	1956	1957
Jahresdurchschnittskurs	0,35	0,43	0,59	0,75	0,68	0,60
Halbjahresdurchschnittskurs	0,36	0,46	0,60	0,74	0,68	0,62

Auch diese Tabelle läßt - wie die vorhergehenden Tabellen - drei Phasen der Kursentwicklung erkennen: von 1952 bis 1953 bestanden nur mäßige Zusammenhänge zwischen Steuerbilanzgewinn und Kurs, von 1954 bis 1956 waren die Zusammenhänge verhältnismäßig eng, und ab 1957 lockerten sich die Beziehungen wieder etwas.

Ein Vergleich mit den Korrelationskoeffizienten für Handelsbilanzgewinn und Kurs zeigt, daß bis auf 1956 und 1957 in allen Jahren die Zusammenhänge zwischen Steuerbilanzgewinn und

Kurs enger waren als die Zusammenhänge zwischen Handelsbilanzgewinn und Kurs. Die Korrelationskoeffizienten sind jedoch nicht ganz so hoch wie die Koeffizienten für Dividende und Kurs. Im Hinblick auf die Bewertung mit dem Börsenkurswert sind diese Ergebnisse recht günstig, wenn davon ausgegangen wird, daß der Gewinn der Ertragssteuerbilanz dem tatsächlich erzielten Gewinn am nächsten kommt. Zumindest in den Jahren 1955 und 1956 würde, wie die Korrelationskoeffizienten von 0,75 und 0,68 bzw. 0,74 und 0,68 zeigen, eine Bewertung mit dem Börsenkurswert zu einigermaßen brauchbaren Resultaten geführt haben. Andererseits ist aber zu berücksichtigen, daß die Koeffizienten selbst in den Jahren 1955 und 1956 nicht hoch genug sind, um der Anwendung des Börsenkurswertes ohne jeden Vorbehalt zustimmen zu können. Auch lassen es die Ergebnisse nicht zu, den Börsenkurswert als fertigen Reinertragswert zu bezeichnen.

4.) Der Zusammenhang zwischen ausgewiesenem Eigenkapital und Kurs

a) Die Ermittlung des sichtbaren Eigenkapitals anhand der Handelsbilanz

Das sichtbare Eigenkapital ist das aus der Handelsbilanz ersichtliche Eigenkapital, d.h. der Buchwert des Eigenkapitals der Handelsbilanz. Man könnte auch vom sichtbaren Substanzwert des Eigenkapitals sprechen. Im einzelnen gilt folgendes:

Eindeutig ist die Zugehörigkeit zum Eigenkapital bei den Bilanzpositionen Grundkapital und gesetzliche bzw. freiwillige Rücklagen, wobei es in diesem Zusammenhang gleichgültig ist, ob die freiwilligen Rücklagen als solche bezeichnet oder als Rücklage für Werkerneuerung, Neubeschaffung u.a.m. ausgewiesen werden.

Strittig ist demgegenüber der Eigenkapitalcharakter des Gewinnvortrages. Nach herrschender Auffassung ¹⁾ stellt der Gewinnvortrag einen Teil des Gewinnes dar, auf dessen Ausschüttung die Hauptversammlung verzichtet hat, über den sie aber bei Gelegenheit wieder verfügen kann. Aus diesem Grunde ist bei der Ermittlung des Eigenkapitals der Gewinnvortrag nicht zum Eigenkapital gerechnet worden.

Einer besonderen Prüfung bedürfen die sogen. steuerfreien Rücklagen, hier insbesondere die Ausfuhrförderungsrücklage und die Rücklage zur Vorfinanzierung des Lastenausgleichs (gem. § 7f Einkommensteuergesetz) ²⁾. Die Ausfuhrförderungsrücklage stellt kein zusätzliches Eigenkapital dar; sie ermöglicht lediglich eine Verlagerung von Ertragssteuern auf die Zukunft. Bei der Bildung der Rücklage hat das Unternehmen in Höhe der auf die Gewinnminderung entfallenden Ertragssteuern vom Fiskus zinsfreies Fremdkapital (im wirtschaftlichen Sinne) erhalten (durch Minderung der Steuerzahlungen). Bei Auflösung der Rücklage erhöht sich umgekehrt der Gewinn; die aufgelösten Beträge rufen somit erhöhte Steuerzahlungen hervor. Eine Minderung der Steuerzahlungen und damit eine Erhöhung des Eigenkapitals tritt nur ein, wenn nach Bildung der Rücklage die Steuertarife gesenkt werden, oder wenn Verluste eintreten ³⁾. - Die Rücklage zur Vorfinanzierung des Lastenausgleichs konnte nur im Wirtschaftsjahr 1952 gebildet werden. Sie stellt ebenfalls kein zusätzliches Eigenkapital dar, sondern ermöglicht

- 1) Vgl. H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung ..., a.a.O., Tz. 7, 19, 36 zu § 126 ; H. Trumpler, Die Bilanz der Aktiengesellschaft, 2. Aufl. Basel 1950, S. 217; G. Kofahl, Probleme des Gewinnausweises und der Gewinnverteilung bei Aktiengesellschaften, "Der Wirtschaftsprüfer", 2. Jahrgang 1949, S. 107 ff., hier S. 109; anderer Meinung: R. v. Godin - H. Wilhelmi, Aktiengesetz, 2. Aufl. 1950, § 77 Anm. 4 u. 5; A. Steinrücke, Ist der Gewinnvortrag eine freie Rücklage ?, "Der Betriebs-Berater", 9. Jahrgang 1954, S. 1092 ff.
- 2) Die Preisdifferenz-Rücklage braucht im vorliegenden Falle nicht erörtert zu werden, weil sie nur für die Veranlagungszeiträume 1950 und 1951 zulässig war.
- 3) Vgl. hierzu B. Hartmann, Die Finanzierungsfunktion des "Eigenkapital-Ersatzes", "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", 11. Jahrgang NF 1959, Heft 3, S. 133 ff. hier S. 137

lediglich eine Steuerverlagerung auf spätere Jahre.

Schwieriger ist die Entscheidung über die Zugehörigkeit zum Eigenkapital bei der sogen. Rücklage für die Lastenausgleichs- vermögensabgabe. Nach den Vorschriften des Lastenausgleichs- gesetzes (§ 218 Abs. 1 Lastenausgleichsgesetz) braucht die Vermögensabgabe nicht passiviert zu werden. Die Unternehmen können aber eine Rücklage für die Lastenausgleichsvermögens- abgabe bilden. Diese Rücklage ist zwar, was ihre Entstehung und ihre Bezeichnung anbelangt, als Eigenkapital anzusehen. Sie gehört aber bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise zum Fremdkapital. Diese Ansicht wird auch in der Literatur ver- treten ¹⁾. Eine Zurechnung zum Fremdkapital war im vorliegen- den Falle auch deshalb erforderlich, weil nur einige wenige Unternehmen von der Kannvorschrift des § 218 Abs. 2 Gebrauch gemacht haben, so daß eine Hinzurechnung der Rücklage zum Eigenkapital zu unterschiedlichen Kapitalgrößen geführt hät- te.

Evtl. sind noch weitere Korrekturen des buchmäßigen Eigenka- pitals möglich, vor allem bei den Rückstellungen, falls die erforderlichen Unterlagen extern zur Verfügung stehen. Die Rückstellungen sind zwar grundsätzlich Fremdkapital; soweit sie aber überhöht sind, haben sie Eigenkapitalcharakter und sind zum Eigenkapital zu rechnen ²⁾.

Garantierrückstellungen, Prozeßrückstellungen usw.: diese Posten enthalten u.U. beträchtliche Reserven, die Eigenka- pital darstellen. Die Zerlegung der Garantierückstellungen usw. in ihre endgültigen Bestandteile Eigen- und Fremdka- pital erfolgt im Zeitpunkt der Auflösung und Klärung. Der nicht verbrauchte Rückstellungsrest ist um die Ertragssteu- ern, die bei seiner gewinnerhöhenden Auflösung anfallen, zu kürzen. Der Rest ergibt das zusätzliche Eigenkapital.

Pensionsrückstellungen: Während der größte Teil der Pensions- rückstellungen später einmal gebraucht wird, wird ein Teil u.U. nie benötigt, entweder, weil die Pensionsberechtigten vorzeitig ausscheiden, oder weil die Berechtigten früher

1) Vgl. H. Adler - W. Düring - K. Schmaltz, Rechnungslegung..., a.a.O., Tz. 138 zu § 131, S. 284; Wirtschaftsprüfer-Jahr- buch 1954, Düsseldorf 1954, S. 458

2) B. Hartmann, Die Finanzierungsfunktion des "Eigenkapital- Ersatzes", a.a.O., S. 139 ff.

sterben als dem versicherungs-mathematischen Durchschnitt entspricht, oder weil die Pensionszusage ohnehin nur mit Einschränkungen und Vorbehalten gegeben worden ist ¹⁾. Der nicht benötigte Teil der Pensionsrückstellungen ist echtes Eigenkapital. Der endgültige Betrag ergibt sich in ferner Zukunft bei endgültiger Auflösung der Rückstellungen und Abzug der anteiligen Ertragssteuern.

Verbindlichkeiten gegenüber Pensions- und Unterstützungskassen, hier insbesondere Verbindlichkeiten gegenüber Kassen ohne Rechtsanspruch der Leistungsempfänger: Bei diesen Posten handelt es sich zwar um Fremdkapital im Rechtssinne, dieses Fremdkapital braucht aber praktisch nicht realisiert zu werden, weil es möglich ist, die jährlichen Auszahlungen immer wieder durch Zuweisungen zur Kasse auszugleichen (so daß der Posten unverändert bestehen bleibt) und weil ein Organ des Unternehmens gleichzeitig Kassenvorstand sein kann (wodurch ihm die alleinige Verfügungsbefugnis über die Kassenmittel zusteht) ²⁾.

Extern ist es jedoch nicht möglich, die in den Rückstellungen steckenden Reserven zu ermitteln. Vielfach fehlt es an der nötigen Aufgliederung der Position "Rückstellungen". Außerdem stehen nähere Angaben über den Charakter der Posten nicht zur Verfügung. Eine Korrektur des Eigenkapitals unter Heranziehung der Rückstellungen mußte deshalb im vorliegenden Falle unterbleiben.

b) Die Ergebnisse der Korrelationsrechnungen

Die rechnerische Untersuchung der Zusammenhänge zwischen sichtbarem Eigenkapital, bezogen auf das Grundkapital, und Kurs führte zu folgenden Ergebnissen:

1) B. Hartmann, Die Finanzierungsfunktion des "Eigenkapital-Ersatzes", a.a.O., S. 142

2) B. Hartmann, a.a.O., S. 144

Korrelationskoeffizienten für sichtbares Eigenkapital und Kurs für ausgewählte Gesellschaften der westdeutschen Textilindustrie 1952 - 1957

(vom Verf. errechnet)

	1952	1953	1954	1955	1956	1957
Jahresdurchschnittskurs	0,56	0,52	0,45	0,44	0,49	0,41
Halbjahresdurchschnittskurs	0,58	0,50	0,47	0,41	0,50	0,43

Die Tabelle zeigt, daß in allen untersuchten Jahren statistisch feststellbare Zusammenhänge zwischen dem ausgewiesenen Eigenkapital und dem Börsenkurs der Aktien bestanden haben. Alle Koeffizienten sind größer als 0,393, so daß zufällige Zusammenhänge mit größter Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden können.

Wie aus der Tabelle hervorgeht, ist der Einfluß der Unternehmungssubstanz auf den Kurs in den einzelnen Jahren unterschiedlich stark gewesen. Am stärksten war der Einfluß in den Jahren 1952 und 1953. Mit 0,56 und 0,52 bzw. 0,58 und 0,50 liegen die Korrelationskoeffizienten für Eigenkapital und Kurs in diesen Jahren weit über den Korrelationskoeffizienten für Dividende und Kurs bzw. Handels- (Steuer-) bilanzgewinn und Kurs. Dieser verhältnismäßig enge Zusammenhang zwischen Eigenkapital und Kurs dürfte vor allem auf die damaligen wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse zurückzuführen sein (Währungsreform, Koreakrise, Unsicherheit über weitere Entwicklung usw.). In den Jahren 1954 und 1955 ging demgegenüber der Zusammenhang zwischen Unternehmungssubstanz und Kurs weitgehend verloren. Mit zunehmender Normalisierung der Verhältnisse trat der sichtbare Substanzwert bei der Kursbildung immer mehr an Bedeutung zurück. Diese Tendenz wurde 1956 vorübergehend durchbrochen, setzte sich aber schon 1957 weiter fort. Es zeigt sich, daß der Substanzwert der Unternehmung im gleichen Maße an Bedeutung verlor, in dem der Gewinn an Einfluß gewann.

Für die Anwendung des Börsenkurswertes ist festzuhalten, daß in allen Jahren die Unternehmungssubstanz Einfluß auf die Aktienkurse gehabt hat. Bei einer Bewertung mit dem Börsenkurswert würde deshalb nicht nur die Ertragslage, sondern auch die Vermögenslage der Gesellschaften, wenn auch in unterschiedlichem Maße, berücksichtigt werden können. Andererseits dürfen aber die obigen Ergebnisse auch nicht überschätzt werden. Denn das sichtbare Eigenkapital ist meistens nicht mit dem effektiven Eigenkapital identisch, weil in der Handelsbilanz - zumindest vorübergehend - stille Reserven enthalten sein können.

5.) Der Zusammenhang zwischen korrigiertem Eigenkapital und Kurs

Anders als das buchmäßige Eigenkapital ist das in der Steuerbilanz ausgewiesene Eigenkapital zu beurteilen, da die Möglichkeiten zur Bildung stiller Reserven in der Steuerbilanz aus schon genannten Gründen eng begrenzt sind. Das Eigenkapital der Steuerbilanz (im folgenden als korrigiertes Eigenkapital bezeichnet) kann annäherungsweise errechnet werden, indem zum Eigenkapital der Handelsbilanz die Differenz zwischen der gesamten Reservenbildung und der offenen Reservenbildung addiert wird.

a) Die Feststellung des korrigierten Eigenkapitals

Die Reservenbildung kann anhand von Größen der veröffentlichten Gewinn- und Verlustrechnung gem. § 132 Akt.-Ges. von 1937 errechnet werden. Ausgangspunkt hierfür ist wieder die an anderer Stelle erörterte Formel zur Errechnung des steuerpflichtigen Gewinnes. Die Größe R ist es, die hier interessiert:

$$R = E - D - S$$

Die Größe R umfaßt die offene Reservenbildung - das sind die in die offenen Rücklagen überführten Beträge - und die ver-

deckte (stille) Reservenbildung. Außerdem sind in dieser Größe noch die steuerlich nicht abzugsfähigen Ausgaben enthalten. Es darf deshalb nicht der gesamte Betrag zum ausgewiesenen Eigenkapital der Handelsbilanz hinzugerechnet werden, weil dann die in die offenen Reserven überführten Beträge doppelt berücksichtigt würden. Auch müssen die steuerlich nicht abzugsfähigen Ausgaben abgezogen werden.

Die errechnete verdeckte Reservenbildung ist identisch mit den am Bilanzstichtag in der Handelsbilanz im Vergleich zur Steuerbilanz gelegten stillen Reserven. Das auf diese Weise ermittelte korrigierte Eigenkapital enthält also aufgelöste stille Reserven der Handelsbilanz, die am Bilanzstichtag in der Handelsbilanz neu gebildet worden sind.

Die für die einzelnen Jahre mit Hilfe der obigen Formel ermittelten stillen Reserven der Handelsbilanz (im Vergleich zur Steuerbilanz) bleiben so lange bestehen, wie die Wirtschaftsgüter, bei denen die Reserven gelegt worden sind, im Betrieb gebunden sind. Das würde bedeuten, daß sich die stillen Reserven im Laufe der Jahre kumulieren. Sie lösen sich erst auf, wenn die betreffenden Wirtschaftsgüter aus dem Betrieb ausscheiden. Diese Feststellung besagt jedoch nicht, daß die errechneten stillen Reserven eines Jahres zu den errechneten stillen Reserven der Vorjahre addiert werden müssen. Denn im Normalfall, d.h. bei ruhiger Geschäftsentwicklung, werden in jedem Jahr stille Reserven aufgelöst und neue Reserven gebildet. Eine Kumulation stiller Reserven ist allenfalls kurz- bzw. mittelfristig möglich. Daraus folgt, daß das mit Hilfe der obigen Formel für die einzelnen Jahre ermittelte korrigierte Eigenkapital nur kurz- bzw. mittelfristig vom effektiven Eigenkapital abweichen kann.

Auch in der Steuerbilanz können allerdings stille Reserven enthalten sein, die sich extern nicht erfassen lassen. Zu nennen sind hier vor allem stille Reserven, die sich als Folge von Preissteigerungen ergeben, denen die Steuerbilanz aus rechtlichen Gründen nicht folgen kann, sowie stille Reserven, die aufgrund der steuerlichen Vorschriften (Zulässig-

keit der degressiven Absetzung für Abnutzung, sofortige Abschreibung kurzlebiger Wirtschaftsgüter usw.) entstehen.

b) Die Korrelationskoeffizienten

Die "Strammheit" der Zusammenhänge zwischen korrigiertem Eigenkapital, bezogen auf das Grundkapital, und Kurs geht aus der nachfolgenden Tabelle hervor:

Korrelationskoeffizienten für korrigiertes Eigenkapital und Kurs für ausgewählte Gesellschaften der westdeutschen Textilindustrie 1952 - 1957
(vom Verf. errechnet)

	1952	1953	1954	1955	1956	1957
Jahreskurs-durchschnitt	0,57	0,54	0,46	0,44	0,55	0,42
Halbjahreskurs-durchschnitt	0,58	0,52	0,48	0,42	0,57	0,45

Die Tabelle zeigt ein ähnliches Bild wie die Tabelle mit den Korrelationskoeffizienten für sichtbares Eigenkapital und Kurs. Auch hier wird deutlich, daß die Zusammenhänge zwischen korrigiertem Eigenkapital und Kurs in den Jahren 1952 und 1953 bedeutend enger gewesen sind als in den Jahren 1954, 1955 und 1957. In den ersten beiden Jahren des Untersuchungszeitraumes war der Einfluß des korrigierten Substanzwertes auf die Kurse verhältnismäßig stark, während von 1954 an der Substanzwert für die Kursbildung offensichtlich an Bedeutung verloren hat. Dieser Trend ist nur 1956 vorübergehend unterbrochen worden. Praktisch brauchen deshalb nur zwei Entwicklungsphasen unterschieden zu werden: die Zeit von 1952 bis 1953, wo der Substanzwert eine wichtige Rolle an der Börse spielte, und die Zeit ab 1954, wo der Substanzwert nur noch von zweitrangiger Bedeutung für die Kursbildung war.

Im Hinblick auf die Brauchbarkeit des Börsenkurswertes für die Gesamtbewertung einer Unternehmung ist die Tatsache wichtig, daß die Korrelationskoeffizienten für korrigiertes Eigenkapital und Kurs in allen untersuchten Jahren höher waren als die Korrelationskoeffizienten für sichtbares Eigenkapital und Kurs. Dieses Ergebnis erscheint recht günstig, wenn unterstellt wird, daß das korrigierte Eigenkapital dem effektiven Eigenkapital näher kommt als das ausgewiesene Eigenkapital. Es ist aber zu berücksichtigen, daß in keinem Jahr das korrigierte Eigenkapital allein maßgebend für die Kursbildung gewesen ist. Selbst in den Jahren 1952, 1953 und 1956 waren die Zusammenhänge zwischen korrigiertem Eigenkapital und Kurs nicht so eng, daß man dem korrigierten Eigenkapital allein die ausschlaggebende Rolle bei der Kursbildung zuschreiben könnte.

IV. Der Zusammenhang zwischen dem Börsenkurs der
Aktien einerseits und dem Steuerbilanzgewinn
sowie dem korrigierten Eigenkapital andererseits
(Zweifach-Korrelationen)

Im Hinblick auf die Bewertung mit dem Börsenkurswert sind von den Korrelationsrechnungen, die im vorhergehenden Abschnitt durchgeführt wurden, die Rechnungen für Steuerbilanzgewinn und Kurs und für korrigiertes Eigenkapital und Kurs die wichtigsten. Das ergibt sich daraus, daß von den untersuchten Gewinngrößen der Steuerbilanzgewinn dem tatsächlich erzielten Gewinn am nächsten kommt und von den untersuchten Substanzgrößen das korrigierte Eigenkapital am ehesten mit dem effektiven Eigenkapital übereinstimmt.

Die Korrelationsrechnungen haben gezeigt, daß in allen Jahren von 1952 bis 1957 sowohl zwischen Steuerbilanzgewinn und Kurs als auch zwischen korrigiertem Eigenkapital und Kurs Zusammenhänge bestanden haben. In der nachfolgenden Tabelle sind die Ergebnisse noch einmal einander gegenübergestellt.

Korrelationskoeffizienten für Steuerbilanzgewinn und Jahresdurchschnittskurs sowie für korrigiertes Eigenkapital und Jahresdurchschnittskurs für ausgewählte Gesellschaften der westdeutschen Textilindustrie 1952 - 1957

(vom Verf. errechnet)

	1952	1953	1954	1955	1956	1957
Steuerbilanzgewinn und Kurs	0,35	0,43	0,59	0,75	0,68	0,60
korrigiertes Eigenkapital und Kurs	0,57	0,54	0,46	0,44	0,55	0,42

Die Tabelle läßt deutlich erkennen, daß in den Jahren 1952 und 1953 der Substanzwert einen stärkeren Einfluß auf die Kursbildung ausgeübt hat als der Gewinn, während in den darauffolgenden Jahren der Gewinn die größere Bedeutung gehabt hat. Am deutlichsten zeigt sich diese Entwicklung im Jahre 1955. Im Jahre 1956 spielten sowohl der Steuerbilanzgewinn als auch das korrigierte Eigenkapital in verhältnismäßig starkem Maße bei der Kursbildung eine Rolle.

Da weder der Steuerbilanzgewinn noch das korrigierte Eigenkapital allein maßgebend für die Kursbildung gewesen sind, fragt es sich, in welchem Maße beide Größen zusammen die Kursbewegung beeinflußt haben. Es wäre denkbar, daß der Einfluß beider Größen zusammen auf die Kursbildung Jahr für Jahr ungefähr gleich stark gewesen ist, weil in den ersten Jahren, als der Gewinn noch kein großes Gewicht bei der Kursbildung hatte, der Substanzwert stärker die Kurse bestimmt hat und später, als der Substanzwert an Einfluß verlor, der Gewinn immer mehr an Bedeutung gewonnen hat.

Die tatsächlichen Zusammenhänge zwischen dem Jahresdurchschnittskurs einerseits und Steuerbilanzgewinn und korrigiertem Eigenkapital andererseits gestalteten sich von 1952 bis 1957 wie folgt:

Korrelationskoeffizienten für Jahresdurchschnittskurs, Steuerbilanzgewinn und korrigiertes Eigenkapital für ausgewählte Gesellschaften der westdeutschen Textilindustrie 1952 - 1957

(vom Verf. errechnet)

1952	1953	1954	1955	1956	1957
0,57	0,59	0,65	0,75	0,74	0,63

Die Korrelationskoeffizienten erscheinen zwar in allen Jahren verhältnismäßig hoch, doch müssen bei Zweifach-Korrelationen auch strengere Maßstäbe als bei Einfach-Korrelationen angelegt werden. Die Ergebnisse sind daher vorsichtig zu interpretieren.

Die Tabelle zeigt, daß in den Jahren 1952 und 1953 selbst Steuerbilanzgewinn und korrigiertes Eigenkapital zusammen keinen maßgebenden Einfluß auf den Börsenkurs der Aktien gehabt haben. Beide Größen spielten zwar bei der Kursbildung eine Rolle, hatten aber keine ausschlaggebende Bedeutung. Offensichtlich waren in diesen Jahren auch noch andere Faktoren mit im Spiel, die mit der Entwicklung der Gewinne und der Vermögen in den Unternehmungen in keinem Zusammenhang standen. Eine Bewertung mit dem Börsenkurswert würde daher zu wenig brauchbaren Ergebnissen geführt haben.

In den Jahren 1954 und 1957 hatten Steuerbilanzgewinn und korrigiertes Eigenkapital zusammen zwar ein größeres Gewicht bei der Kursbildung als 1952 und 1953. Doch spielten auch in diesen Jahren noch andere Faktoren bei der Kursbildung mit, d.h. Kursentwicklung und Kursniveau wurden nicht allein von der Ertrags- und Vermögenslage der Unternehmungen bestimmt.

Eine Anwendung des Börsenkurswertes in den Jahren 1954 und 1957 wäre deshalb nur bedingt sinnvoll gewesen.

Nur in den Jahren 1955 und 1956 war der Einfluß des Gewinnes und der Substanz auf die Börsenkurse stark genug, um den Börsenkurswert einigermaßen sinnvoll anwenden zu können. In diesen Jahren hatten Steuerbilanzgewinn und korrigiertes Eigenkapital zusammen bei der Kursbildung ein verhältnismäßig großes Gewicht, während andere, von der Entwicklung der Unternehmen unabhängige Einflüsse sich kaum bemerkbar machten. Hier würde bei einer Bewertung mit dem Börsenkurswert nicht nur die Ertragslage, sondern auch die Vermögenslage der Unternehmen in etwa berücksichtigt werden können. Der Börsenkurswert würde also praktisch dem rechnerischen Verkehrswert der Unternehmen entsprechen.

E. Zusammenfassung

Ausgangspunkt der vorliegenden Untersuchung war die Feststellung, daß die Bewertung von Unternehmungen mit ihrem Börsenkurswert nur dann zu brauchbaren Ergebnissen führen kann, wenn die Aktienkurse vorwiegend von der Ertrags- bzw. Vermögenslage der Gesellschaften bestimmt werden.

Die Analyse der Bestimmungsfaktoren der Aktienkurse zeigte, daß bei der Kursbildung mehrere Einflußfaktoren eine Rolle spielen (Spekulation und Marktenge), die mit dem Wert der Unternehmung nicht in Zusammenhang stehen. Eine Bewertung mit dem Börsenkurswert ist also nur dann sinnvoll, wenn das Gewicht dieser Einflußfaktoren relativ gering ist.

Wie die empirische Untersuchung der Zusammenhänge zwischen Gewinn- bzw. Substanzgrößen und Kursdurchschnitten für die Textilindustrie zeigte, war diese Bedingung in den Jahren von 1952 - 1957 nicht vollständig gegeben. Wohl waren in allen untersuchten Jahren die Gewinne und die Substanzwerte für die Kursbildung von Bedeutung, und zwar zunächst (1952 - 1953) überwiegend die Substanzwerte und später (ab 1954) die Gewinne. Doch war der Einfluß der Gewinne und der Substanzwerte auf die Aktienkurse in keinem Jahr so stark, daß beiden Faktoren ausschlaggebende Bedeutung zukam.

Das Ergebnis der vorliegenden Untersuchung kann deshalb dahingehend zusammengefaßt werden, daß eine Bewertung von Aktiengesellschaften mit ihrem Börsenkurswert - zumindest was die gegenwärtigen Verhältnisse anbelangt - nur mit Vorbehalt möglich ist.

Literaturverzeichnis

Bücher, Kommentare, Dissertationen, Broschüren, Quellenwerke:

- | | |
|--|--|
| Adler, Hans
Düring, Walther
Schmaltz, Kurt | Rechnungslegung und Prüfung der
Aktiengesellschaft, Handkommentar,
3. Aufl. Stuttgart 1957 |
| v. Baranow, L. | Statistische Formelsammlung,
München o.J. |
| Bayrische Hypotheken-
und Wechselbank | Wegweiser durch deutsche Aktien-
gesellschaften, Ausgaben 1958
und 1959 |
| Bellinger, Knut | Die kursbildenden Faktoren am
deutschen Aktienmarkt, Diss. Köln
1956 |
| Berliner Bank AG | Die Börse 1959, herausgegeben im
Januar 1960 |
| Blümich, Walter
Falk, Ludwig | Einkommensteuergesetz, 7. Aufl.
Berlin und Frankfurt 1955 |
| Bösch, Hans-Jürgen | Die Kurspflege bei Wertpapieren,
Frankfurt a.M. 1959 |
| Bundesjustizministerium | Referentenentwurf eines Aktien-
gesetzes, Köln 1958 |
| Commerzbank AG | Die Börse vor neuem Start, Aktuelle
Betrachtungen zum Börsenjahr 1952;
Kapitalmarkt vor der Entscheidung,
Aktuelle Betrachtungen zum Börsen-
jahr 1953; Rund um die Börse 1954,
1955, 1956, 1957, 1958 und 1959 |
| dies. | Wer gehört wem ? 1. Aufl. 1954,
2. Aufl. 1955, 3. Aufl. 1957,
4. Aufl. 1959 |
| Deutsche Bank AG | Reform des Steuerrechts 1958,
August 1958 |
| Donner, Otto | Statistik, 3. Aufl. Hamburg 1942 |
| Fisher, R.A. | Statistische Methoden für die Wissen-
schaft, 12. Aufl., deutsche Über-
setzung, London 1956 |
| Flaskämper, Paul | Allgemeine Statistik, Grundriß der
Statistik, Teil I, 2. Aufl. Hamburg
1949 |

- | | |
|--|---|
| v. Godin, Reinhard
Wilhelmi, Hans | Aktiengesetz, 2. Aufl. 1950 |
| Göppert, Heinrich | Börse und Publikum, Berlin 1930 |
| Hampel, H. | Der deutsche Aktienmarkt seit der
Weltkrise, Diss. Erlangen 1952 |
| Harder, F. | Die Konzernbildung in der Textil-
industrie, Diss. Göttingen 1950 |
| Hintner, Otto | Wertpapierbörsen, 20. Lieferung der
"Wirtschaftswissenschaften", heraus-
gegeben von Gutenberg, Wiesbaden
1960 |
| Institut der Wirtschafts-
prüfer in Deutschland | Wirtschaftsprüfer-Jahrbuch 1954,
Düsseldorf 1954 |
| Kaiser, Hans | Dividendenpolitik, Diss. Bern 1938 |
| Korger, H. | Der Einfluß von Betriebs- und Unter-
nehmensgröße auf die Wettbewerbs-
fähigkeit der Baumwollwebereien der
Bundesrepublik Deutschland,
Diss. Münster 1958 |
| Lackmann, Fritz | Theorien und Verfahren der Unter-
nehmensbewertung, Berlin 1955 |
| Leitner, Friedrich | Wirtschaftslehre der Unternehmung,
5. Aufl. Berlin und Leipzig 1926 |
| Lutz, Friedrich | Zinstheorie, Tübingen und Zürich
1956 |
| Mackenroth, Gerhard | Methodenlehre der Statistik,
Göttingen 1949 |
| Mellerowicz, Konrad | Der Wert der Unternehmung als Ganzes,
Essen 1952 |
| Obst, Georg
Hintner, Otto | Geld-, Bank- und Börsenwesen,
33. Aufl. Stuttgart 1951 |
| Prion, Willi | Ist die Börse reformbedürftig ?
Berlin 1932 |
| ders. | Die Preisbildung an der Wertpapier-
börse, 1. Aufl. Leipzig 1910,
2. Aufl. Berlin 1929 |
| Rittershausen, Heinrich | Wirtschaft, Das Fischer-Lexikon,
Bd. 8, 1958 |

- Schlag, Werner Aktien als Vermögensanlage, Bd. VII der Veröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität Köln, Frankfurt a.M. 1959
- Schmalenbach, Eugen Die Beteiligungs-Finanzierung, 8. Aufl. Köln und Opladen 1954
- Schneider, Erich Einführung in die Wirtschaftstheorie, II. Teil, Wirtschaftspläne und wirtschaftliches Gleichgewicht in der Verkehrswirtschaft, 6. Aufl. Tübingen 1960
- Schnettler, Albert Betriebsanalyse, 1. Aufl. Stuttgart 1958, 2. Aufl. Stuttgart 1960
- ders. Das Rechnungswesen industrieller Betriebe, 4. Aufl. Wolfenbüttel 1949
- ders. Der Zins im Wirtschaftsbetrieb, 2. Aufl. Stuttgart 1939
- Schuren, H. Aktien-Taschenbuch 1955, 1956, 1957 und 1959
- Sewering, Karl Der Kapitalverkehr, Essen 1956
- v. Stackelberg, Heinrich Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl. Bern und Tübingen 1951
- Statistisches Bundesamt Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland 1954 und 1959
- dass. Statistik der Bundesrepublik Deutschland, Band 188, Wiesbaden 1957
- Trumpler, Hans Die Bilanz der Aktiengesellschaft, 2. Aufl. Basel 1950
- Wagenführ, Rolf Statistik leicht gemacht, 3. Aufl. Köln 1952
- Walther, Alfred Einführung in die Wirtschaftslehre der Unternehmung, 2. Bd., Die Unternehmung, Zürich 1953
- Weber, Adolf Geld, Banken, Börsen, 4. Aufl. München 1951

- Weber, Karl Dividendenpolitik, Heft 99 der Mitteilungen aus dem handelswissenschaftlichen Seminar der Universität Zürich, Zürich 1955
- o. Verfasser Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften 1953/54, 1954/55, 1955/56, 1956/57, 1957/58 und 1958/59, Verlag Hoppenstedt & Co., Darmstadt - Essen
- o. Verfasser Monats-Kurstabellen 1952, 1953, 1954, 1955, 1956 und 1957, Verlag Hoppenstedt & Co., Darmstadt - Essen

Aufsätze, Beiträge, Artikel:

- Bender, Kurt Dividendenpolitik, in: Neue Betriebswirtschaft, 11. Jahrgang, Nr. 3, 1958, S. 41 ff.
- Breitenstein, Franz Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, in: Neue Betriebswirtschaft, 13. Jahrgang, Nr. 3, 1960, S. 55 ff.
- Brinckmann, Fritz Illusionen bei der Unternehmens-Bewertung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jahrgang 1955, 2. Halbjahr, S. 746 ff.
- Daeves, Karl Hängt der Aktienkurs von der Dividende ab ?, in: Handelsblatt 5/55 vom 14.1.1955
- Deppe, W. Die westdeutsche Textilwirtschaft im Wiederaufbau, in: Textilwirtschaft heute, Stuttgart 1955
- Donner, Otto Die Kursbildung am Aktienmarkt. Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten, in: Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 36, Berlin 1934
- Fain, Bertrand Korreferat zum Thema: Der Unternehmungswert, Probleme und Methoden seiner Bestimmung, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957, S.78 ff.
- Gelhausen, Fritz Probleme der Bewertung von Unternehmungen, in: Die Wirtschaftsprüfung, Jahrgang 1, Nr. 9, 1948, S. 5 ff.

- Hartmann, Bernhard Die Finanzierungsfunktion des "Eigenkapital-Ersatzes", in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 11. Jahrgang NF, Heft 3, 1959, S. 133 ff.
- Hax, Karl Die langfristigen Finanzdispositionen, in: Handbuch der Wirtschaftswissenschaften (HdW), Band I, Betriebswirtschaft, Köln und Opladen 1958, S. 453 ff.
- ders. Die Gesamtbewertung von Unternehmungen, (Repetitorium), in: Betriebswirtschaftliche Beiträge, herausgegeben von Schmalenbach, 2. Lieferung, Febr. 1948, S. 40
- Herrmann, Kurt Die Statistik der Börsenwerte der Aktien, in: Wirtschaft und Statistik, 8. Jahrgang NF, Heft 4, 1956, S. 188 ff.
- Hornef, Hinrich Dividendenprestige, in: Der Volkswirt, 13. Jahrgang, Nr. 40, 1959, S. 2175 f.
- Junge, Fritz Artikel "Aktien" in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft (HWB), 3. Aufl. 1958, Erster Band, Sp.78 ff.
- Käfer, Karl Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung, Zürich 1946
- Kofahl, Günther Probleme des Gewinnausweises und der Gewinnverteilung bei Aktiengesellschaften, in: Der Wirtschaftsprüfer, 2. Jahrgang, Nr. 4, 1949, S. 107 ff.
- Münstermann, Hans Artikel "Bewertung ganzer Unternehmen", in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft (HWB), 3. Aufl. 1958, Erster Band, Sp. 1059 ff.
- Neumann, H. Diskussionsbeitrag zum Korreferat Pain, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957, S. 97 ff.
- Schütz, Axel Ein neuer Weg zur Schätzung des Bruttogewinnes deutscher Aktiengesellschaften, in: Neue Betriebswirtschaft, 12. Jahrgang, Nr. 8, 1959, S. 141 ff.

- Schnettler, Albert Artikel "Dividende und Dividendenpolitik", in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft (HWB), 3. Aufl. 1958, Erster Band, Sp. 1433 ff.
- ders. Kostenverlauf und Ertragsentwicklung bei schwankender Beschäftigung, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 6. Jahrgang NF, 1954, S. 361 ff.
- ders. Die Bewertung von Betrieben nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen, in: Die Wirtschaftsprüfung, Jahrgang 1, Nr. 7, 1948, S. 13 ff.
- Steinrücke, A. Ist der Gewinnvortrag eine freie Rücklage?, in: Der Betriebs-Berater, 9. Jahrgang, Doppelheft 35/36, 1954, S. 1092 ff.
- Stucken, Rudolf Stichwort: "Spekulation", in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften (HdSW), 9. Band, 1956, S. 690 ff.
- Viel, Jakob Der Unternehmungswert, Probleme und Methoden seiner Bestimmung, in: Probleme des Rechnungswesens in internationaler Betrachtung, Düsseldorf 1957, S. 53 ff.
- Zintzen, H. Die vermögenssteuerliche Bewertung von nicht notierten Aktien und Anteilen, in: Rundschau für GmbH., 46. Jahrgang, Nr. 10, 1955, S. 188 ff.
- o. Verfasser Die Kursbewegung an den Wertpapiermärkten im Jahre 1959, in: Wirtschaft und Statistik, 12. Jahrgang NF, Heft 1, 1960, S. 64 ff.

L e b e n s l a u f

Am 13. Juni 1933 wurde ich als Sohn des Kaufmannes Anton Götz und seiner Ehefrau Marie, geb. Hellmers, in Norden (Ostfriesland) geboren. Ich besitze die deutsche Staatsangehörigkeit.

Nach vierjähriger Volksschul Ausbildung besuchte ich das Staatliche Ulrichsgymnasium i.E. mit Oberschule in Norden, wo ich am 29. Februar 1952 die Reifeprüfung bestand.

Im Sommersemester 1952 begann ich das Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster. Am 6. Dezember 1956 legte ich dort die Diplomprüfung für Volkswirte ab.

Von Januar 1957 bis September 1960 war ich mit der Wahrnehmung der Aufgaben eines wissenschaftlichen Assistenten am Institut für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Münster bei Herrn Professor Dr. A. Schnettler betraut.

Hilmar Götz



